

LA
BOURSE DES VALEURS
et l'économie dirigée

THÈSE POUR LE DOCTORAT

Présentée et soutenue le 16 Décembre 1942, à 14 heures

PAR

Bertrand HOMMEY

DIPLOMÉ DE L'ÉCOLE DES SCIENCES POLITIQUES
LAURÉAT DE LA FACULTÉ DE DROIT DE PARIS

JURY DE LA THÈSE :

Président : M. NOYELLE, Professeur

Suffragants : MM. LHOMME, Professeur
LAUFENBURGER, Professeur

PARIS

MAURICE LAVERGNE, IMPRIMEUR
289, RUE SAINT-JACQUES, 289

1942

LA
BOURSE DES VALEURS
et l'économie dirigée

THÈSE POUR LE DOCTORAT

Présentée et soutenue le 16 Décembre 1942, à 14 heures

PAR

Bertrand HOMMEY

DIPLOMÉ DE L'ÉCOLE DES SCIENCES POLITIQUES
LAURÉAT DE LA FACULTÉ DE DROIT DE PARIS

JURY DE LA THÈSE :

Président : M. NOYELLE, Professeur

Suffragants : MM. LHOMME, Professeur
LAUFENBURGER, Professeur

PARIS

MAURICE LAVERGNE, IMPRIMEUR
289, RUE SAINT-JACQUES, 289

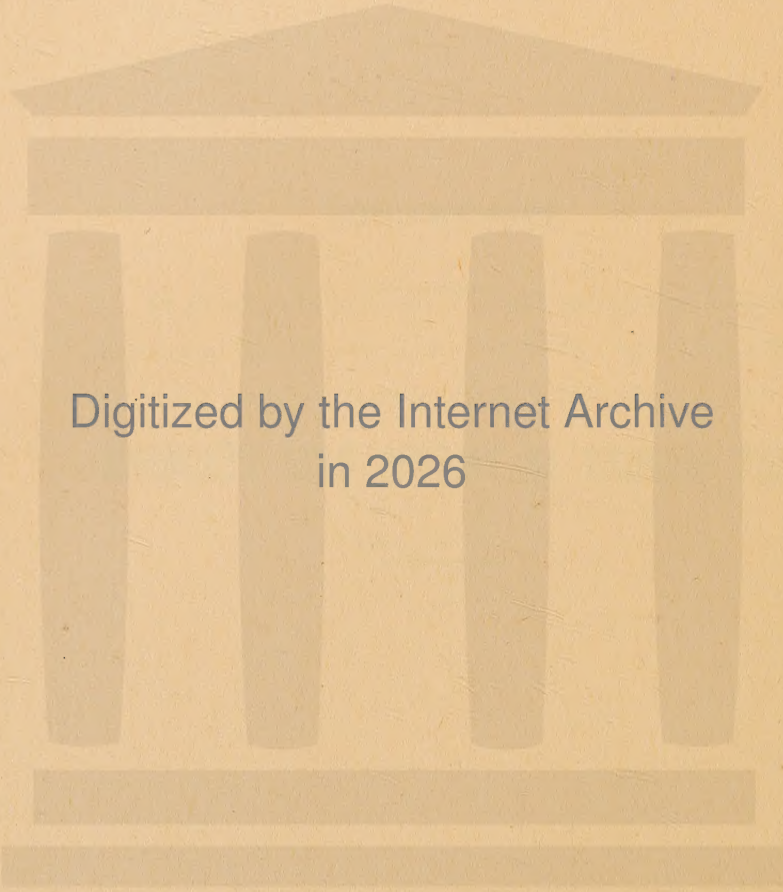
1942

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses : ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.



INTRODUCTION

LES BOURSES DE VALEURS DANS L'ÉCONOMIE



Digitized by the Internet Archive
in 2026

https://archive.org/details/IA41551805_0032

A) ROLE DES BOURSES DE VALEURS

A côté des divers marchés de matières premières et de produits, il en est un de nature particulière, mais d'importance primordiale puisqu'il conditionne toute production : le Marché des Capitaux, sur lequel l'Etat et l'Industrie puisent une partie de leurs ressources, et font par conséquent office de « DEMANDEURS », alors que les « OFFREURS » sont les épargnants désireux de « placer » leurs disponibilités.

Cependant, les épargnants ne consentent en général à engager ou à prêter leurs capitaux que s'ils ont la certitude de pouvoir, en cas de besoin, les récupérer immédiatement en vendant le « titre » qui représente leur droit de créance : cette négociabilité immédiate, cette possibilité de mobilisation des capitaux engagés, ce sont les Bourses de Valeurs qui la procurent, en assurant au possesseur d'un titre, c'est-à-dire d'une créance à plus ou moins long terme, qu'il pourra, à tout instant, transformer ce titre en espèces à un cours normal.

Instruments nécessaires du crédit, les Bourses de Valeurs jouent également le rôle de conductrices de l'Epargne Publique ; en France particulièrement, la procédure de l'admission des valeurs à la cote officielle par la Chambre Syndicale des Agents de Change, sous l'autorité du Ministre des Finances, assure, dans une certaine mesure, la protection des épargnants, en favorisant le marché des meilleures valeurs et en appelant sur elles l'attention du public.

Telles sont les fonctions principales des Bourses de valeurs, mais non les seules, dans une économie libérale tout au moins ; en effet, dans le système libre-échangiste, ce ne sont pas seulement les valeurs mobilières qui se négocient dans les Bourses, mais aussi les monnaies des divers pays, c'est-à-dire le change : attribution singulièrement importante, puisque de ces négociations résulte le « Cours du change », c'est-à-dire la valeur comparée des différentes monnaies nationales ; il est vrai que sous le régime de l'étalon-or, ce cours ne varie guère qu'entre les limites des « gold-points » ; mais lorsque les nations abandonnent l'étalon-or, sans toutefois recourir au contrôle des changes ni à un fonds d'égalisation (ce qui fut le cas pour la France pendant les années qui précédèrent 1928) c'est la cotation des Changes en Bourse qui détermine, sans limite, les rapports des monnaies entre elles ; il y a là, d'ailleurs, il faut l'avouer, un régime anormal, qui, situé à mi-chemin entre le fonctionnement régulier de l'étalon-or, d'une part (avec un cours des changes limité par les points d'or) et d'autre part le contrôle des changes, ne présente ni la logique du premier, ni la sécurité du second : nous savons, du reste, à quelles situations financières déplorables il a mené la France à plusieurs reprises.

B) CARACTÉRISTIQUES DES BOURSES DE VALEURS

Dans une économie libre, la Bourse des valeurs constitue le type le plus parfait du « marché » : tout d'abord *l'offre et la demande* n'y subissent en prin-

cipe aucune contrainte, bien qu'elles soient exprimées non par les intéressés eux-mêmes, mais par leurs mandataires, agents de change ou autres intermédiaires ; la *concurrence* s'y donne libre cours ; la *publicité* y est assurée, non seulement par la parution quotidienne des diverses « cotes » et des journaux financiers, mais par tous les moyens que la technique moderne permet de mettre en œuvre : téléphone, qui relie la Bourse aux charges d'Agents de change, aux grandes banques, aux places étrangères ; télégramme, etc... ; cette organisation permet aux « donneurs d'ordres » de se tenir constamment au courant des cours cotés, et de modifier leur action en l'adaptant aux indications qui leur sont ainsi fournies avec une extrême rapidité ;

En second lieu, dans les Bourses de valeurs, des formes très diverses de négociations peuvent être utilisées : marché au comptant, marché à terme et ses diverses modalités, telles que les stellages, les options du double, les marchés à prime, etc...

Grâce à cette diversité extrême des opérations que le public peut y effectuer, les bourses de valeurs constituent, en temps de libéralisme, l'asile principal de la spéculation. (1)

(1) Nous entendons par « spéculation » en Bourse, la pratique consistant à acheter des titres, non pas dans l'intention de réaliser un *placement*, mais dans l'espoir de revendre lesdits titres à plus haut cours (jeu sur des différences de cours).

Cette définition fait apparaître que le spéculateur peut agir sur le marché au comptant. Cependant, le marché à terme lui procure des facilités supplémentaires, en lui permettant, notamment, de réaliser des gains par différences de cours sans posséder matériellement, ni les titres qu'il vend, ni les fonds représentant le montant de ses achats (opérations d'achats et ventes se compensant en partie et se réglant, pour le surplus, par encaissement ou décaissement du montant de la différence de cours).

Alors que, dans les bourses de marchandises, la spéculation a quelquefois un *but* économique (2), dans les bourses de valeurs, au contraire, elle a presque toujours pour unique mobile l'espoir d'un gain réalisé par différences de cours : c'est ce qui explique la mobilité extrême des cours des valeurs mobilières ; chaque mouvement, même insignifiant, en hausse ou en baisse, amène en effet, aussi bien sur le marché au comptant que sur le marché à terme, un flot de ventes ou d'achats réalisés dans une intention spéculative.

Il serait cependant inexact d'affirmer, comme l'ont fait certains théoriciens, que la spéculation dénature complètement les cours et qu'elle est responsable des « kracks » et des « booms » boursiers... ; bien au contraire, créant des variations de cours constantes mais de peu d'amplitude, elle tend à freiner les mouvements prolongés : chaque baisse est en effet, au moins pour le spéculateur au comptant, une invitation à l'achat, c'est-à-dire à l'action dans le sens de la hausse, alors que la hausse des cours le pousse à vendre pour « prendre son bénéfice », c'est-à-dire à engager le marché dans la voie d'une nouvelle baisse.

(2) Un exemple souvent cité en matière de spéculation à but économique, est celui du filateur qui, ayant acheté un stock de balles de coton, pour assurer son approvisionnement de deux années, et craignant qu'une baisse ne survienne sur le prix du coton et ne permette à ses concurrents, qui achèteraient moins cher que lui leurs balles, de réaliser des prix de vente plus bas, vend à terme une quantité de coton égale à celle qu'il a achetée au comptant ; cette vente à terme se résoudra naturellement sans livraison, par simple différence, et ainsi les variations du cours du coton n'auront plus pour le filateur aucune importance, puisqu'il gagnera, grâce à l'une des opérations faites par lui, ce qu'il perdra du fait de l'autre.

Toutefois il n'y a là qu'une tendance, et il serait exagéré de prétendre que la spéculation régularise toujours les cours de bourse.

Etant entendu que par spéculation boursière nous entendons le jeu raisonné sur des différences de cours, il est évident que les spéculateurs ont intérêt à ce que se produisent ces différences qui leur permettent de réaliser ces bénéfices : souvent même ils les provoquent, et favorisent une hausse ou une baisse par des opérations appropriées d'achat ou de vente, afin d'exploiter ensuite le mouvement ainsi artificiellement créé ; ces remarques n'affaiblissent en rien notre première affirmation, selon laquelle les *mouvements prolongés* sont freinés par la spéculation ; lorsqu'une panique s'empare de la Bourse et provoque une chute brusque des cours, il se trouve généralement, dès que la baisse est quelque peu accentuée, des spéculateurs pour acheter alors que le public affolé continue de vendre ; de même en cas de hausse exagérée, provoquée par un simple engouement passager du public pour certains titres, les « professionnels » commencent à prendre position à la baisse à un moment où la hausse n'a pas encore atteint son point culminant.

Toutefois, il n'en est évidemment pas toujours ainsi, et tous les spéculateurs n'opèrent pas avec un ensemble parfait en sens contraire des mouvements du public, de telle manière que leur action serait *dans tous les cas* régulatrice des cours ; mais il ne s'agit, pour le moment, que de tendances, et les exceptions, même importantes et nombreuses, n'empêchent pas la règle d'exister. (3)

(3) A cet égard, nous ne croyons pas pouvoir accepter la thèse de M. Noyelle qui, sous prétexte que les spéculateurs n'agissent pas *toujours et tous* contre la tendance du mar-

Ces réflexions s'appliquent aussi bien au marché au comptant qu'au marché à terme. Cependant, sur ce dernier, le problème est considéré par certains comme se posant différemment, du fait de l'existence des opérations à découvert, grâce auxquelles il est possible de spéculer sur des sommes ou des nombres de titres importants sans les posséder réellement : de ce fait, les transactions sont évidemment plus nombreuses que sur le marché au comptant, et il en résulterait, prétend-on, une fixation plus facile et surtout plus exacte, des cours ; cet argument n'est toutefois aucunement convaincant, car il est contraire au bon sens d'affirmer que les cours cotés sur un marché sont plus sincères et significatifs de l'état de ce marché si les opérations traitées sont en grande partie factices, et si les offres et demandes ne correspondent pas à l'existence réelle ou aux besoins véritables des marchandises négociées.

En bref, il n'apparaît pas que le problème de la spéculation se pose dans des conditions très différentes sur le marché à terme et sur le marché au comptant.

Ici comme là, les spéculateurs, responsables à n'en pas douter de certaines variations modérées des cours, en amortissent au contraire les mouvements prolongés.

Cependant, à notre avis, si cette relative régularisation des cours constituait la seule justification de la spéculation en Bourse, celle-ci pourrait être combattue sans inconvénient.

Mais il est un autre rôle économique, trop peu

ché, n'admet pas l'existence d'une règle générale (comportant des exceptions) selon laquelle la spéculation exercerait une action régulatrice des cours.

mis en lumière jusqu'ici, que joue la spéculation, spécialement sur le marché au comptant.

Nous critiquions plus haut la thèse de l'utilité des opérations à découvert pour élargir les transactions à terme et faciliter les cotations ; mais cette idée, fausse lorsqu'il s'agit des opérations irréelles que constituent les achats et ventes à découvert, devient vraie si on l'applique aux opérations spéculatives « réelles : négociations au comptant, et même achats et ventes à terme à condition qu'ils ne cachent pas des opérations à découvert, c'est-à-dire seulement dans le cas où le vendeur a l'intention de livrer les titres à l'échéance, et où l'acheteur est décidé à opérer règlement intégral et à « lever » les valeurs.

Précisons d'ailleurs que le service que rendent à l'économie ces « opérations spéculatives réelles » n'est pas de rendre les cours plus conformes à l'état véritable du marché, ce qui ne signifie pas grand'chose, mais bien d'élargir les transactions, et de permettre ainsi aux offres et aux demandes non spéculatives, correspondant à de véritables besoins de fonds ou de titres, de trouver facilement des contreparties.

Un marché boursier sur lequel ne se rencontreraient que des offres et des demandes dénuées de tout esprit spéculatif serait tellement étroit que ces offres et demandes elles-mêmes ne pourraient être « répondues », comme disent les boursiers, qu'avec retard et difficilement ; sur un marché pauvre, un ordre important « tombe dans le vide » ; il n'est exécuté qu'après un long délai, et il provoque des variations de cours exagérées (voir Historique).

Si donc le marché boursier a pour rôle principal d'assurer la négociabilité facile et immédiate des valeurs mobilières, il est utile qu'un flot régulier, plus ou moins abondant, d'opérations spéculatives

vienne lui apporter le volant de transactions indispensable pour permettre une cotation quotidienne des divers titres.

La spéculation comporte, pour l'économie générale, un avantage secondaire : elle facilite les émissions de valeurs mobilières ; alors que le public ne souscrit pas volontiers les actions des sociétés dont la réputation n'est pas encore solidement établie par exemple, les spéculateurs professionnels, après une étude technique des entreprises émettrices, achètent ces titres ; puis, quelques semaines ou quelques mois plus tard, lorsque les affaires sont définitivement lancées, ils revendent peu à peu les valeurs au public qui consent alors à les acquérir, même à un prix élevé.

Toutefois, les spéculateurs rendent quelquefois ainsi au public de mauvais services ; le procédé a même été l'occasion de nombreuses escroqueries : des entreprises non viables, ou même entièrement factices étaient constituées ; quelques individus souscrivaient le capital, puis faisaient de la publicité dans les feuilles financières ; ils écoulaient ensuite leurs titres, et peu après la société faisait faillite, ruinant les épargnants qui s'étaient laissé bernier.

Nous venons de définir dans ses grandes lignes l'activité qui s'exerce dans les bourses de valeurs en régime de liberté économique.

En France, jusqu'en 1936, aucune modification importante n'avait été apportée au fonctionnement de ces marchés.

Il en a été tout autrement depuis cette date, et surtout depuis l'armistice de Juin 1940 ; la liberté boursière a subi en effet des atteintes successives et, actuellement, le dirigisme semble avoir remplacé pour longtemps le libéralisme.

Comment les Bourses de valeurs peuvent-elles s'accommoder de l'économie dirigée ? (4)

Dans quelle mesure et dans quelles conditions une telle adaptation se peut-elle concevoir ?

C'est à ces questions que tentera de répondre la présente étude.

Après avoir, dans un bref chapitre historique, examiné les premières *interventions* de l'Etat dans la vie boursière, qui apparaissent principalement depuis 1936, nous nous attacherons surtout au *nouveau régime* des bourses de valeurs élaboré progressivement depuis Juin 1940 (5) : nous étudierons tout d'abord les nécessités auxquelles il répond, puis les mesures techniques diverses dont il se compose. Enfin, nous essayerons d'entrevoir, à la lumière des résultats déjà obtenus, les perspectives d'avenir des Bourses françaises de valeurs.

(4) Précision terminologique importante : nous appelons *Economie dirigée* un régime dans lequel les pouvoirs publics assurent la direction de l'économie tout entière, selon un plan d'ensemble : l'économie dirigée s'oppose ainsi nettement à l'interventionnisme économique, régime dans lequel l'Etat agit sous la pression des circonstances, et uniquement dans les domaines généralement limités où son intervention se révèle absolument indispensable. (Voir I^{re} Partie, Chapitre Premier.)

(5) Cette brochure ayant été mise en pages au début d'Août 1942, seuls les événements boursiers survenus avant cette date ont pu y être étudiés.

HISTORIQUE

Les interventions de l'État dans le domaine des Bourses de valeurs depuis 1936

L'intervention de l'Etat à la Bourse n'est pas un fait récent; de tout temps les chefs de Gouvernements et les Ministres des Finances se sont préoccupés des cours et ont essayé de les diriger dans une certaine mesure.

Mais jusqu'à ces dernières années, l'action gouvernementale ne s'exerçait que d'une manière exceptionnelle, et dans un domaine limité : les rentes sur l'Etat et les changes.

Sur le *Marché des Rentes*, les interventions gouvernementales furent fréquentes durant tout le xix^e siècle : ainsi souvent le Ministre des Finances convoquait un ou plusieurs agents de change et leur donnait des ordres de Bourse portant sur des montants importants ; quelquefois, pour que l'action exercée sur le marché reste secrète, le Ministre faisait exécuter par divers agents de change des ordres de sens différents : aux uns il disait d'acheter de la rente, aux autres d'en vendre ; c'est seulement de la somme algébrique de ces ordres que résultait, pour le marché, l'influence désirée : l'intervention

n'était ainsi aucunement perceptible, et son efficacité s'en trouvait augmentée.

Ce n'était là, malgré tout, qu'un expédient, employé de façon exceptionnelle aux instants graves de la vie nationale ; en temps ordinaire, le marché des rentes, comme celui des autres valeurs, jouissait d'une absolue liberté.

Depuis 1920, au contraire, une nouvelle tendance se manifesta : les achats et ventes réalisés par l'Etat furent considérés comme des interventions normales destinées, non plus seulement à empêcher la baisse accentuée du cours des rentes, mais à élargir de façon permanente le marché et à éviter ainsi que, tombant sur un marché peu actif, des ordres de caractère spéculatif ne puissent faire varier les cours de façon constante et dans des proportions immodérées ; en effet, un ordre de vente, même peu important, peut provoquer, si les négociations sont peu nombreuses, une assez forte baisse, alors que, sur un marché large, le même ordre n'aurait aucunement influé sur les cours ; cet inconvénient sera évité si un organisme d'Etat entretient le marché dans l'abondance en lui apportant, chaque jour, un certain volant d'offres ou de demandes, dosé suivant les disponibilités du moment.

Cette idée fut mise à profit dès après la guerre de 1914 : la Caisse des Dépôts et Consignations consacrait quelques centaines de millions à intervenir en Bourse.

Mais elle ne disposait pas de moyens suffisants et ne parvenait pas toujours à noyer dans le flot de ses ordres les offres ou les demandes d'intention spéculative.

A partir de 1935 surtout, les variations du cours des rentes traduisirent de façon excessive les fluctuations du crédit public. Le 4 1/2 1932, par exem-

ple, passa successivement de 89,40 à la fin de 1935 à 68,65 en Juillet 1936, à 82,25 en Octobre 1936, à 65,95 le 10 Juin 1937, et un mois après seulement, en Juillet 1937, à 73,75.

Il était donc devenu certain que les cours de Bourse enregistraient souvent de manière exagérée les réactions de l'opinion publique, ce qui s'expliquait fort bien si l'on tenait compte du volume extrêmement réduit des transactions effectuées chaque jour sur les diverses catégories de Fonds d'Etat ; dans un marché à peu près vide, toute offre quelque peu importante ne trouvant pas de contre-partie immédiate provoquait un effondrement des cours : un jour de Juillet 1937, une offre de 6.000 francs seulement en capital provoqua une baisse de deux points sur le cours du titre intéressé.

C'est pour remédier à cette situation de façon plus efficace que n'avait pu le faire la Caisse des Dépôts, que fut créé, le 22 Juillet 1937, le « Fonds de Soutien des Rentes », auquel une convention entre le Ministre des Finances et le Gouverneur de la Banque de France affecta immédiatement le produit de la réévaluation de l'encaisse-or et des avoirs en devises de la Banque, c'est-à-dire au total une somme de plus de six milliards.

Ce fonds, administré par un comité de gestion composé du Gouverneur de la Banque de France, du Directeur Général de la Caisse d'Amortissement et du Directeur du Mouvement Général des Fonds (actuellement Directeur du Trésor), est autorisé à acheter et vendre en Bourse des titres de rente perpétuelle ou amortissable et des valeurs du Trésor à long ou moyen terme.

Le Fonds de Soutien est représenté sur le marché par le Syndic des Agents de Change de Paris ; c'est ce dernier qui, en général de sa propre initia-

tive, et, dans les moments graves, sur instructions du Ministre et du Comité de Gestion, achète des rentes lorsque les cours fléchissent, et en vend quand la fermeté du marché le permet.

Cependant l'expérience a prouvé que les achats du Fonds étaient plus fréquents et plus importants que ses ventes ; en sorte que, pour éviter un gonflement trop rapide de son portefeuille, il cède de temps à autre des rentes aux divers organismes d'Etat qui ont des disponibilités à placer (Caisse d'Epargne, Caisses de Retraite, etc...).

Le fonctionnement du Fonds de Soutien des Rentes a fait l'objet, du point de vue technique, de certaines critiques justifiées, relatives au caractère trop peu secret de ses opérations ; en effet, le monde de la Bourse, sachant que c'est le Syndic des Agents de Change qui est chargé d'agir pour le compte du Fonds, est fort attentif à la position qu'il prend dès le début de chaque séance ; et plus d'un opérateur établit dès lors son plan d'intention spéculative, d'après l'attitude du représentant du Fonds de Soutien. Sans doute celui-ci peut-il généralement, lorsqu'il n'a pas reçu l'ordre formel d'agir dans un sens donné, modifier cette attitude en cours de séance et dérouter ainsi les observateurs trop zélés de sa position primitive. Mais ces revirements ne sont pas toujours possibles ; et ils seront peut-être eux-mêmes remarqués et mis à profit par des spéculateurs habiles.

Le vice du système réside donc dans l'unité de représentation du Fonds sur le marché.

Il suffirait, pour pallier cet inconvénient, de reprendre le système, déjà maintes fois utilisé au cours du XIX^e siècle, et qui consiste à faire intervenir plusieurs intermédiaires qui seraient chargés

d'exécuter pour le compte du Fonds des ordres de nature et d'importance différentes.

Il est regrettable que ce procédé ne puisse être employé actuellement. Mais malgré cette imperfection, le Fonds de Soutien a rendu et rend encore d'importants services ; ne s'opposant pas aux « mouvements normaux résultant du libre jeu des transactions », il permet cependant de conserver au marché une certaine stabilité, en évitant des écarts de cours hors de proportion avec le volume des ordres qui les provoqueraient.

A la différence du marché des rentes, sur lequel nous avons vu que l'Etat intervenait depuis plus d'un siècle, le *Marché des Changes* n'a cessé de bénéficier d'une entière liberté qu'à une époque assez récente.

Il est vrai que jusqu'à la guerre de 1914, les changes n'étaient susceptibles que de variations insignifiantes, limitées par les envois de métal précieux que pratiquaient les banques d'Etat dès que les cours atteignaient un « gold point » (ou un « silver point » du temps du « bimétallisme ») ; en sorte que les agents de change, se désintéressant des négociations sur les changes, pourtant incluses dans leur privilège, les avaient abandonnées aux banquiers et à des courtiers spécialisés.

Mais la guerre de 1914 modifia complètement cette situation.

L'établissement du *cours forcé* des billets de banque, l'inflation de monnaie fiduciaire, l'énormité des dettes internationales, brisèrent les limites à l'intérieur desquelles fluctuait jusque-là le cours des changes ; dès lors, celui-ci devint très instable ; une *spéculation* intensive vint encore aggraver cette situation en rendant les cours sensibles, non plus seulement aux résultats bénéficiaires ou déficitaires de la balance des paiements internationaux, mais éga-

lement aux fluctuations irraisonnées de la confiance accordée par le public aux diverses monnaies.

Ces conditions toutes nouvelles de fonctionnement du marché des changes amenèrent tout d'abord l'intervention de la compagnie des Agents de Change, qui, en 1923, réintégra ce marché dans son activité boursière, et commença d'exercer sur lui le droit de contrôle que légalement elle avait toujours possédé.

Plus tard, de 1926 à 1928, afin d'assurer la « stabilité de fait » du franc, qui précéda la stabilité de droit établie par la loi du 25 Juin 1928, la Banque de France intervint énergiquement sur le marché des changes.

Enfin l'Etat, instruit par l'expérience des conséquences, désastreuses pour l'économie nationale, de la variation sans frein du cours des changes, décida d'intervenir comme régulateur de ce cours : ce fut la création du Fonds d'Egalisation des Changes, en 1936.

Les principes directeurs de ce fonds sont analogues à ceux du Fonds de Soutien des rentes, auquel, d'ailleurs, il a servi de modèle ; nous n'y reviendrons pas.

* * *

Telles sont les principales intrusions du gouvernement dans le domaine des Bourses de valeurs, avant la guerre de 1939 ; il ne s'agissait là, de toute évidence, que de mesures prises sous la pression des circonstances et se bornant à des objectifs limités, à savoir les marchés qui intéressaient le plus directement l'Etat : celui des rentes, c'est-à-dire des titres représentant les emprunts de l'Etat ; celui du

change, c'est-à-dire celui sur lequel la monnaie nationale s'affronte aux devises étrangères. Mais il serait vain de chercher dans ces mesures la concrétisation d'un *programme* d'ensemble de direction boursière.

Au contraire, depuis 1940, la Bourse a dû se soumettre, comme les autres branches de l'activité du pays, aux règles strictes de l'*économie dirigée* ; marché des valeurs mobilières, elle a dû, comme les autres marchés, s'intégrer dans l'ordre économique à direction étatique, prendre place dans le plan financier de l'Etat. Dès lors, ce ne sont plus uniquement, comme autrefois, les rentes et le change qui subissent l'action gouvernementale ; bien au contraire tout le marché de Bourse est soumis à une surveillance et à un contrôle stricts, destinés non pas seulement à la sauvegarde du crédit public et à la protection de l'épargne, mais surtout au maintien de la valeur de la monnaie et au bon fonctionnement du circuit des capitaux.

PREMIÈRE PARTIE

CAUSES DE LA « DIRECTION DE L'ÉTAT »
DANS LE DOMAINE DES BOURSES DE VALEURS

Nous étudierons successivement :

- 1) Principe de base de la direction du marché boursier par l'Etat ;
- 2) La direction du marché des titres à revenu fixe ;
- 3) La direction du marché des titres à revenu variable.

N.B. — Pour le *Marché des Changes*, aucun problème boursier ne s'est posé en 1940, ce marché ayant été supprimé dès le début de la guerre du fait de l'institution du contrôle des changes, avec fixation pour les diverses devises d'un prix officiel en francs.

CHAPITRE PREMIER

LE PRINCIPE DE BASE DE LA DIRECTION DU MARCHÉ BOURSIER PAR L'ÉTAT

C'est énoncer un lieu commun que d'affirmer que la Bourse est l'organe d'élection de l'économie libérale : liberté, concurrence, il semble en effet que ce soient là les bases irremplaçables de l'institution boursière, dont le mécanisme, fondé sur le jeu illimité de l'offre et de la demande, ne paraît pas susceptible de s'accommoder d'interventions autoritaires ; de fait, nous avons vu que ces dernières furent, jusqu'en 1939, limitées et bénignes.

Cependant, lorsqu'est adopté un régime d'économie dirigée, la question du sort du marché boursier se pose avec acuité.

Pour saisir exactement les données du problème, il est nécessaire d'en définir auparavant les termes ; nous savons de façon précise ce que représente la Bourse des valeurs ; mais le vocable « économie dirigée » cache encore trop de significations distinctes, souvent contradictoires, généralement imprécises, pour que nous puissions l'employer sans avoir au préalable indiqué quelle est, dans la gamme des acceptions attribuées à ce terme, celle que nous avons adoptée.

L'Economie dirigée représente aux yeux de certains tout système qui s'écarte du libéralisme classique : il faudrait alors appeler ainsi presque tous les

régimes, pourtant si divers, qui se partagent à l'heure actuelle la surface du globe, du simple interventionnisme à l'intransigeant communisme.

D'autres, au contraire, excluent les systèmes socialistes et communistes, mais nomment « économie dirigée » tout régime remplissant à la fois les deux conditions de faire intervenir l'Etat dans la vie économique, et de ne pas supprimer cependant de façon radicale toute initiative privée.

Certains auteurs enfin ont dégagé une troisième interprétation encore plus restrictive, à laquelle nous nous rallions : l'économie dirigée, c'est le système dans lequel l'Etat, ayant constaté que l'équilibre automatique résultant du libre jeu de l'offre et de la demande ne fonctionnait plus bien, décide de veiller lui-même à assurer les conditions de cet équilibre, par une « action réfléchie, délibérée, concertée » ((1). Les cadres anciens de l'économie libérale subsistent donc en un tel régime, mais *sur chaque marché*, l'Etat contrôle et règle les facteurs principaux de la conjoncture ; les prix continuent, au moins en principe, à être déterminés par l'offre et la demande (2), mais celles-ci sont elles-mêmes surveillées et, s'il en est besoin, déterminées par l'autorité directrice.

« Une technique d'économie de marché où l'on s'efforce de régler les conditions de l'équilibre » (1), telle est l'économie dirigée dont nous parlerons désormais : tel est en effet le régime dont la France fait l'essai depuis 1940.

(1) Voir un article de M. Noyelle dans les *Mélanges Truchy* (1938).

(2) Le contrôle et la fixation des prix ne constituent en effet qu'un expédient rendu nécessaire, en temps de guerre, par la pénurie de matières premières et le danger monétaire.

Précisons que l'effort fait en vue de régler par une action préméditée les conditions de l'équilibre s'applique, dans le système dirigiste, à la quasi-totalité de l'appareil économique, et non pas seulement, comme dans l'interventionnisme, à certains marchés de fonctionnement spécialement défectueux.

Enfin, rappelons également que c'est une économie dirigée de guerre, qui fera l'objet de notre étude ; l'autorité directrice de l'économie française doit en effet actuellement élaborer un régime adapté à des conditions très particulières : pénurie de matières premières, danger d'inflation créé par les charges énormes que supportent les finances publiques. Mais ce sont là des facteurs qui, à une époque normale, seraient inexistants ou en tout cas beaucoup moins déterminants : c'est dire qu'une économie dirigée de paix entraînerait, dans tous les domaines et notamment dans celui de la Bourse des valeurs, des résultats sensiblement différents de ceux du dirigisme de guerre ; il emploierait d'ailleurs également d'autres méthodes.

*
* *

Ces prémisses étant acquises, le problème du sort du marché des valeurs dans un régime d'économie dirigée, et en particulier dans le régime français actuel peut être posé plus clairement.

Peu de temps après l'armistice de Juin 1940, des mesures de direction de la production et de la répartition furent prises dans toutes les branches de l'activité du pays. D'autre part, la loi du 21 Octobre 1940 confirma le principe, admis dès le début de la guerre, de la stabilisation des prix des diverses denrées et marchandises au niveau qu'elles avaient at-

teint le 1^{er} Septembre 1939 ; elle institua des contrôles sévères, prévint des sanctions énergiques. Et pour faire respecter les prix fixés, un « rationnement », c'est-à-dire une restriction de la demande par voie d'autorité, fut décidé.

A côté de cette fixation des valeurs d'échange qui frappait la presque totalité de l'économie du pays, allait-on laisser subsister, sur le marché des valeurs mobilières, la détermination des cours, c'est-à-dire du prix des titres, par le libre jeu de l'offre et de la demande ?

Un tel libéralisme en faveur de la Bourse paraît au premier abord singulièrement illogique.

Mais quelle autre solution choisir ?

Fermerait-on la Bourse ?

Formule extrême, aux conséquences déplorable, et qui fut cependant adoptée pendant quelques mois, de Juin à Octobre 1940 ; le résultat inévitable d'une telle mesure est évidemment l'éclosion de marchés clandestins sur lesquels des négociations irrégulières sont réalisées à des cours souvent scandaleux : les victimes de ce système sont les épargnants honnêtes que la nécessité de vendre leurs titres oblige fréquemment à s'adresser à ces louches officines.

Fixerait-on les prix des valeurs, comme celui des autres biens, au niveau atteint le 1^{er} Septembre 1939 ? Il y aurait là, à n'en pas douter, un complet contre-sens économique, car il est évident que les facteurs déterminants du cours des titres varient constamment : situation des Sociétés émettrices, dividendes ou intérêts payés, garanties données, tout cela change ou peut changer de jour en jour ; par ailleurs l'Etat lui-même a besoin, pour pouvoir placer ses emprunts, d'un marché financier souple et bien disposé, ce qui ne serait certes pas le cas si l'on « taxait » les valeurs, comme on le fait pour les lé-

gumes... car de ces derniers le public ne peut se passer, tandis qu'il peut vivre sans acheter de valeurs.

Il fallait donc laisser les cours s'établir sur un « marché ». Cependant, si la « fixation » des prix ne se conçoit pas en matière de valeurs mobilières, par contre une certaine régularisation des cours peut être obtenue de manière indirecte par une action appropriée sur les composants du cours, c'est-à-dire sur l'offre et la demande de titres.

Nous retrouvons ici l'idée qui a guidé notre définition de l'économie dirigée ; dans le domaine des valeurs mobilières comme dans les autres, l'économie dirigée consiste à laisser les prix se fixer sur un marché, mais à déterminer, par des mesures techniques adéquates, et selon un plan préconçu, les conditions dans lesquelles l'équilibre sera obtenu, et par conséquent le niveau approximatif des cours.

Mais la MÉTHODE étant ainsi définie, à quelles préoccupations la direction étatique allait-elle répondre en ce qui concerne le marché des valeurs ?

Quel allait être le MOBILE de l'action gouvernementale en Bourse ?

En d'autres termes, dans le plan économique et financier français, quelle fonction la Bourse allait-elle devoir remplir ?

* * *

En temps normal et sous le régime libéral, l'Etat intervient sur les marchés financiers au même titre que les particuliers : il emprunte à court terme pour assurer la liquidité permanente de sa Trésorerie, et à long terme pour couvrir les dépenses de nature extraordinaire qu'il assume et qui n'ont pas à

être couvertes par l'impôt, recette annuelle et ordinaire ; en conséquence les titres d'Etat, sous un tel régime, ont un caractère tout à fait analogue à celui des obligations des Sociétés privées, et il n'y a aucune raison de les avantager d'une manière quelconque ; l'Etat comme les particuliers se soumet, quand il emprunte, aux conditions du marché indiquées par le cours des titres en Bourse.

Le problème est tout différent en économie dirigée, et spécialement en temps de guerre : l'Etat ne couvre plus alors par l'impôt qu'une partie généralement peu importante de ses dépenses totales même renouvelables ; l'énormité de ses charges l'oblige à avoir recours de façon presque constante à l'emprunt ; la dette s'accroît donc sans cesse, et malgré cela, il est nécessaire que le crédit public reste intact ; par ailleurs, l'Etat fait souvent appel aux avances de l'Institut d'Emission, c'est-à-dire à l'inflation ; comme la guerre s'accompagne d'une réduction des biens de consommation, le pouvoir d'achat supplémentaire ainsi jeté dans la circulation amènerait vite une hausse des prix et une nouvelle inflation si des mesures énergiques n'étaient pas prises en vue d'arrêter ce « cycle infernal » : d'une part contrôle et stabilisation des prix, des salaires, du change, etc... d'autre part blocage et résorption des revenus supplémentaires distribués du fait de l'inflation, et qui ne trouvent pas d'emploi sur le marché des biens de consommation ; cette résorption du « trop-plein » des revenus au profit de l'Etat se réalise par l'augmentation des impôts existants, et surtout par l'émission de Bons à court terme qui « pompent » les disponibilités des particuliers.

Mais pour que le « circuit des capitaux » fonctionne convenablement, il faut que les souscriptions aux Bons du Trésor soient massives, qu'aucune

« fuite » ne se produise ; il faut également qu'à l'échéance les souscripteurs ne demandent pas en grand nombre le remboursement ; pour éviter ce dernier danger, l'Etat est amené à émettre des emprunts de « consolidation » de la dette flottante.

Le crédit public prend donc en régime d'économie dirigée une importance primordiale : tout le système financier, fondé sur le circuit des capitaux, est conditionné par la réussite des emprunts publics à court et à long terme : cette réussite elle-même est liée naturellement à la bonne tenue des titres d'Etat sur le marché.

Ainsi, le rôle dévolu à la Bourse dans le régime nouveau consiste à *diriger les emplois de capitaux* vers les fonds publics, en les décourageant au contraire des investissements de nature différente.

C'est dire que la politique gouvernementale vis-à-vis de la Bourse consiste essentiellement, dans l'économie dirigée du temps de guerre, à *favoriser la hausse des titres « publics »* et à *lutter* au contraire *contre celle des valeurs « privées »*, concurrentes dangereuses. Tel est en effet le but que s'assignent la plupart des mesures de réglementation « dirigiste » prises sur le marché boursier parisien depuis 1940.

CHAPITRE II

LA DIRECTION DU MARCHÉ DES TITRES A REVENU FIXE

Les titres à revenu fixe comprennent tout d'abord les *titres d'Etat* :

— Rentes (exception faite des rentes à garantie de change, qui étaient des titres à revenu variable, mais qui n'existent plus depuis le début de 1942).

— Obligations du Trésor, et des autres collectivités ou caisses publiques.

— Bons du Trésor, sous les dénominations diverses qu'ils ont revêtues successivement.

Par ailleurs, les *titres « privés »* à revenu fixe sont les obligations de Sociétés.

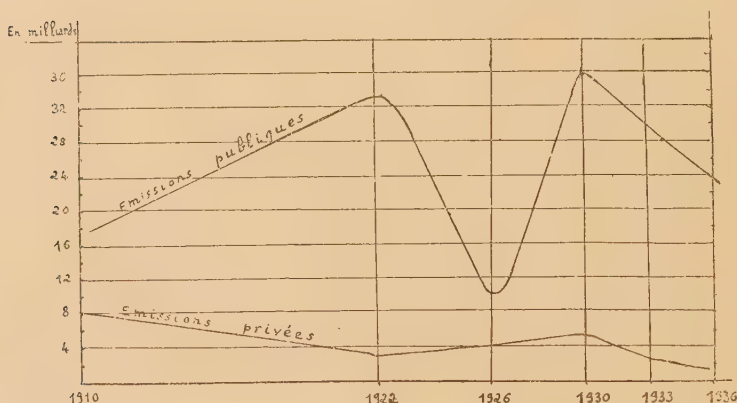
Les plus importants des titres de toutes ces catégories, sauf les Bons du Trésor, sont négociables en Bourse.

En régime libéral, la Bourse est, a-t-on dit, le baromètre du crédit de l'Etat ; le cours moyen boursier des titres à revenu fixe comporte pour tout emprunteur éventuel, et pour l'Etat notamment, l'indication formelle du taux d'intérêt qu'il lui faudra proposer pour trouver des capitaux : ainsi lorsque le cours moyen des titres du type 4 % est d'environ 80 francs pour 100 francs de nominal, ce qui correspond pour l'acheteur de ce titre en Bourse à un taux réel de 5 %, l'Etat devra, pour obtenir des ca-

pitaux, offrir au moins un revenu de 5 %, faute duquel les offreurs d'argent préféreraient acheter des valeurs en Bourse plutôt que de souscrire à l'emprunt.

Mais lorsque l'Etat inonde le marché, comme il le fait depuis quelque vingt ans, de ses propres titres, en lançant chaque année des emprunts toujours plus importants, la proportion des obligations de Sociétés diminue de plus en plus par rapport au total des titres à revenu fixe, au point de devenir insignifiante.

*Courbes comparées
des émissions privées et publiques*



Dès lors, le taux de l'intérêt qui se dégage du cours des titres sur le marché boursier est directement fonction de la solidité du crédit dont jouit l'Etat : c'est dire que dans la mesure où l'Etat peut agir sur l'évolution boursière de ses propres titres, il peut également faire varier à son gré le taux de l'intérêt, et, par voie de conséquence, le taux des emprunts qu'il est dans la nécessité d'émettre.

Afin de précipiter ce résultat, l'Etat dirigiste accentue d'ailleurs le monopole de fait qu'il possède sur le marché en soumettant à des autorisations accordées avec parcimonie les émissions de titres pour compte privé.

Ainsi en Allemagne, depuis 1935, seules parmi les entreprises privées, celles qui travaillent pour la Défense Nationale peuvent faire appel à l'épargne publique, et encore à condition d'avoir obtenu une autorisation gouvernementale.

En France, une loi du 6 Août 1941 (J.O., 9 Août) soumet à l'examen du Ministère des Finances toute émission dépassant 50.000 francs, et concernant les titres de toute nature (actions ou obligations) lancées par les collectivités publiques, les corporations ou les sociétés. (1)

En fait, l'Etat dont les émissions, avant la guerre de 1914, n'atteignaient que 20 % des émissions totales, était au contraire devenu, dès le lendemain de cette guerre, le principal demandeur de capitaux ; de 1926 à 1929, grâce à la prospérité des affaires qui précéda la crise, les émissions pour compte privé reprirent quelque importance ; mais depuis 1933 elles sont redevenues insignifiantes par rapport aux émissions publiques.

Ainsi, les circonstances d'abord, la volonté gouvernementale ensuite, ont abouti, sur le marché des capitaux, à monopoliser la demande au profit de l'Etat.

L'Etat, par ailleurs, a, ces dernières années, uti-

(1) Loi du 6 Août 1941. Article Premier : ...l'introduction sur le marché en France des emprunts, obligations, actions et titres... seront soumis, en vue de la *fixation de la date* à laquelle l'opération envisagée pourra être réalisée, à l'*autorisation* préalable du S. d'E. à l'Economie Nationale et aux Finances...

lisé au maximum les divers procédés traditionnels destinés à favoriser le placement de ses titres :

a) Privilèges fiscaux et autres attachés aux rentes, Bons du Trésor, etc...

b) Placement assuré des titres publics dans les établissements de crédit. (2)

Quant à l'offre, le seul fait des méthodes de financement employées en économie dirigée, a suffi à la rendre plus importante que jamais : l'inflation provoquée par la guerre et l'abondance des capitaux qui en est résultée d'une part, et de l'autre les mesures prises dans tous les domaines pour enrayer la hausse des prix et empêcher les achats de toutes sortes (rationnement des denrées, surveillance des achats d'immeubles, etc...) ont amené sur le marché des capitaux une offre considérable, qui, devant la rareté des émissions privées, se voit contrainte de s'employer en titres d'Etat.

Il est donc possible d'affirmer que, en ce qui concerne les émissions nouvelles, l'Etat a éliminé presque totalement la demande privée concurrente pour réserver à ses propres besoins une offre que les mesures prises par lui dans les autres domaines économiques avaient rendue exceptionnellement importante.

Mais le marché financier ne comporte pas que les émissions nouvelles.

Les transactions boursières en font également partie.

Quelle a été la politique de l'Etat, en économie

(2) Voir : Laufenburger : « Dette publique et richesse privée ». Tome II du Précis de législation financière.

dirigée, sur le marché *boursier* des titres à revenu fixe ?

Il serait concevable que la lutte menée contre les émissions privées se soit poursuivie en Bourse, et que sur ce marché l'Etat ait voulu par tous les moyens en son pouvoir favoriser la hausse des cours de ses titres et « boycotter » au contraire les obligations de sociétés.

Cependant, il n'en a pas été ainsi.

Les obligations privées ne font pas, en effet, sur le marché, une concurrence sérieuse aux valeurs d'Etat : solidaires comme ces dernières de la valeur de la monnaie (puisque leur revenu est constitué par une somme fixe en rancs), elles ne comportent généralement pas les mêmes avantages fiscaux que les rentes et obligations du Trésor.

D'autre part, leur faible importance par rapport aux centaines de milliards de titres d'Etat les empêche de nuire à ces derniers.

Toutefois, si l'Etat n'a pas cherché à diminuer l'attrait des obligations privées, il est intervenu de façon positive pour favoriser ses propres titres en Bourse : c'est là en particulier le rôle dévolu au Fonds de Soutien des rentes, dont nous avons déjà étudié le fonctionnement, et qui reste l'auxiliaire efficace des grandes opérations réalisées sur le marché des rentes, notamment des conversions : celles-ci en effet ne réussissent avantageusement que si le cours de la rente à convertir est franchement au-dessus du pair : le Fonds de Soutien aide à l'obtention de ce résultat ; par ailleurs, une fois la décision de conversion prise et rendue publique, il est indispensable de soutenir les cours qui, souvent, manifesteraient à des moments critiques un certain dérèglement.

Hormis ces interventions directes sur le cours

des rentes, bien des mesures ont été prises par l'Etat dès l'époque libérale pour rendre ses titres attractants : ce n'est pas seulement hors bourse que les titres d'Etat bénéficient de privilèges fiscaux (exemption de l'impôt cédulaire, du timbre, et du droit de transmission), mais également en ce qui concerne les négociations de Bourse elles-mêmes : réduction du courtage d'agent de change et de l'impôt sur les opérations de bourse ; cet impôt, qui est de 1,10 ou 5 pour mille quand il s'agit de valeurs privées, comporte en faveur des rentes un tarif réduit à 0,0135 pour mille.

Ce régime de faveur, qui a de tous temps existé, s'encadre cependant fort bien dans l'organisation actuelle du marché, puisque la politique présentement suivie consiste à faire des titres d'Etat les privilégiés du marché.

Nous concluons qu'en ce qui concerne les titres à revenu fixe, après avoir limité les émissions privées afin de réserver à ses propres valeurs la plus grande partie des capitaux disponibles, l'Etat a laissé le marché boursier de ces titres évoluer avec une assez grande liberté, favorisant toutefois dans toute la mesure possible la hausse des cours des valeurs « publiques ».

CHAPITRE III

LA « DIRECTION » DU MARCHÉ DES TITRES A REVENU VARIABLE

Si les obligations de Sociétés ne font qu'une concurrence réduite aux valeurs d'Etat, il en va tout différemment des valeurs à revenu variable : celles-ci, à la différence des obligations, ne sont pas solidaires du sort du franc, car leur « revenu » est constitué, non par une somme fixe en monnaie, mais par une quote-part des bénéfices réalisés par les Sociétés ; si le franc se déprécie, les Sociétés feront, en valeur nominale, de plus gros bénéfices ; leurs actions se verront donc distribuer un plus fort dividende ; autrement dit, en « valeur réelle », le revenu sera resté le même ; par ailleurs, le capital investi en actions n'est pas lui non plus solidaire de la monnaie ; il représente en effet des biens réels : ceux de la Société qui, en cas de dévaluation, augmentent de valeur.

Ce raisonnement de principe comporte en pratique bien des nuances ; toutes les actions ne garantissent pas au même degré la conservation du capital de leur propriétaire ; les actions de Sociétés industrielles et agricoles, par exemple, possèdent évidemment cette vertu au plus haut point, puisque l'actif de ces Sociétés est constitué en totalité ou presque par des biens mobiliers et immobiliers : usines, terres, etc... Les actions des Sociétés ayant pour ob-

jet le commerce sont déjà moins sûres ; celles des Sociétés « holding » le sont encore bien moins, puisque leur actif est fait de titres qui peuvent évidemment être des actions industrielles, mais qui peuvent aussi être des rentes ou des obligations, sujettes aux risques de dévaluation.

En ce qui concerne les parts de fondateur, le raisonnement garde sa valeur pour leurs revenus qui, comme ceux des actions, sont proportionnés aux bénéfices réalisés par la Société émettrice ; mais les parts ne procurent pas la même garantie de conservation du capital, puisque ce sont des titres sans valeur nominale qui, en cas de liquidation, ne donnent généralement pas droit à une portion de l'actif social.

Donc en principe, les valeurs à revenu variable, et particulièrement les actions, sont considérées comme des « valeurs réelles » protégeant leurs détenteurs contre les risques de dévaluation monétaire ; c'est ce qui explique que dans la période actuelle, caractérisée par la raréfaction des biens et l'abondance des liquidités, ces titres fassent l'objet d'une « demande » d'une importance inaccoutumée. Cette ruée vers les actions est d'autant plus inévitable d'ailleurs que les achats d'autres valeurs réelles sont rendus difficiles ou impossibles : les ventes d'immeubles sont soumises à l'autorisation préfectorale, celle-ci n'étant accordée, pour les immeubles urbains, que si l'acheteur éventuel n'est pas déjà propriétaire d'un certain nombre d'autres maisons ; quant aux propriétés agricoles, seuls en principe les agriculteurs exploitant eux-mêmes obtiennent l'autorisation de les acquérir.

D'autre part, les industriels ne peuvent plus renouveler leurs stocks de matières premières, puisque celles-ci sont étroitement contingentées ; les

particuliers eux-mêmes peuvent de moins en moins faire des achats de denrées, de vêtements ou autres articles d'utilisation courante, dont le rationnement devient chaque jour plus sévère.

Il est naturel, dans ces conditions, qu'une grande partie des disponibilités, en quête d'emplois qu'elles ne trouvent nulle part ailleurs, viennent essayer de s'investir en Bourse, sur le marché des actions, dernières « valeurs réelles » non soumises au continuellement.

C'est d'ailleurs ce qu'avaient prévu le Ministère des Finances et les Autorités d'occupation, qui, craignant une hausse excessive des titres à revenu variable, n'en ont autorisé la reprise de cotation qu'en Mars 1941 ; et c'est ce qui s'est produit en fait : les cours des actions ont enregistré des hausses très importantes, atteignant souvent 200 ou 300 %. (Voir indices des cours des valeurs, à la III^e Partie de cet ouvrage.)

La hausse est d'autant plus forte qu'à une « demande » grossie démesurément répond une « offre » particulièrement réduite : les possesseurs d'actions, n'ayant pas besoin de numéraire en raison du rationnement et de l'absence de biens de remploi, ont en effet tendance à garder leurs titres, n'étant pas certains, s'ils les vendaient, de retrouver ensuite un placement équivalent.

Cette hausse des cours des titres à revenu variable est vue avec défaveur, en régime d'économie dirigée, par les autorités financières gouvernementales ; elle est en effet dangereuse à un double point de vue :

Tout d'abord, elle aboutit à gonfler de façon inquiétante le volume des capitaux qui se dirigent vers la Bourse ; en effet, la hausse des cours des actions entraîne l'augmentation du nombre des capi-

taux immobilisés dans cette sorte de placement : c'est autant de disponibilités qui ne vont plus s'investir en titres d'Etat, au risque de compromettre l'équilibre du financement public, et d'empêcher notamment le « circuit » de se fermer.

D'autre part, la hausse des titres à revenu variable, si elle est à peu près régulière, (comme cela s'est produit de Mars à Décembre 1941), risque de s'engager dans un processus d'accélération ininterrompue, nuisant de plus en plus aux titres à revenu fixe : en effet, si l'investissement d'une épargne en actions comporte la quasi-certitude de voir en peu de mois augmenter de façon importante, et même doubler ou tripler la valeur du capital initialement engagé, bien des rentiers et bien des organismes employeurs de fonds se désintéresseront des Bons du Trésor et des emprunts publics : la perspective d'un doublement rapide du capital n'est-elle pas plus alléchante que l'assurance d'un revenu annuel de 3 ou 4 % ? La désaffection du public pour les titres d'Etat résulterait donc certainement d'une hausse régulière et prolongée des cours des actions.

Celle-ci comporte un autre inconvénient : en économie dirigée, la valeur de la monnaie est artificiellement soutenue, à l'extérieur par le contrôle des changes, à l'intérieur par le contrôle des prix assorti des diverses mesures de rationnement de la demande ; dans un tel régime, les particuliers tentent souvent de connaître la valeur réelle de la monnaie nationale : la cotation du franc sur certains marchés étrangers ne signifie rien, car elle résulte de transactions uniquement spéculatives et sans caractère commercial ; les indices des prix de gros, qui permettraient de savoir dans quelle mesure le contrôle des prix a dû fléchir devant les hausses nécessaires, ne sont plus publiés ; seuls subsistent, com-

me bases possibles de statistiques indicatives, les cours de bourse, particulièrement les cours des actions : il est donc à craindre que le public ne prenne ces cours comme indices de la valeur du franc, leur hausse étant interprétée comme révélant une dévaluation de fait de la monnaie.

Pour toutes les raisons que nous venons d'exposer, l'Etat dirigiste pratiquera certainement une politique de lutte contre la hausse des titres à revenu variable.

D'autre part, il voudra limiter les revenus de ces valeurs : en effet l'augmentation des dividendes est un facteur important de hausse des cours ; par ailleurs, il est nécessaire de ne pas accumuler entre les mains des particuliers des revenus qu'ils essaieraient d'employer sur le marché des biens de consommation dont ils aggraveraient ainsi le déséquilibre. La libre augmentation des dividendes faciliterait enfin la concurrence que les actions font aux titres d'Etat (à revenu fixe) ; toutefois la limitation édictée en France par la loi du 28 Février 1941 ne pallie qu'en partie cet inconvénient, car la loi elle-même ne prétend s'appliquer que pendant la durée des hostilités ; les détenteurs de titres à revenu variable sont donc fondés à espérer que si leurs dividendes sont forcément réduits à l'heure actuelle, ils seront d'autant plus importants après la guerre, lorsque les bénéfices faits par les Sociétés pourront à nouveau être distribués ; cette espérance est d'ailleurs étayée par l'habitude prise par beaucoup de Sociétés de porter le surplus de bénéfice, non distribuable du fait de la limitation des dividendes, à un compte spécial « dividendes bloqués » qui devra normalement faire après guerre l'objet d'une répartition entre les actionnaires.

Une autre cause d'inefficacité au moins partiel-

le de la limitation des dividendes résulte de la hausse de fait enregistrée par les cours des actions : il suffira en effet aux détenteurs d'actions de prélever chaque année une infime partie de leur capital pour déjouer en fait la volonté législative de réduction des revenus, sans pour cela entamer véritablement leur capital dont la hausse des cours a au contraire gonflé la valeur ; il n'est, pour comprendre à quel point le problème « capital et revenus » a aujourd'hui changé de signification pratique, que de comparer la situation de deux épargnants dont l'un a placé en fin 1940 un capital de 800.000 francs en rentes, et n'a depuis cette date prélevé pour ses dépenses que les coupons de ses titres (soit environ 30.000 par an = 60.000 francs) et dont l'autre a placé ses 800.000 francs en actions, prélevant pour ses dépenses de 1941 et 1942, 60.000 francs, partie sur ses dividendes, et pour le reste sur son capital ; le premier a vu son capital augmenter légèrement et passer à environ un million ; le second, qui pourtant s'est octroyé le même « revenu » pendant les années 1941 et 1942, a vu son capital passer à 1.500.000 ou 2 millions de francs au moins. Pourtant le premier, sage s'il en fut, n'a pas entamé son capital, se contentant, pour vivre, de toucher ses coupons d'intérêt, tandis que le second a, selon l'expression populaire, « mangé » une partie de son fonds.

Cet exemple montre à quel point la hausse des cours des valeurs à revenu variable fausse les traditionnelles notions de « capital » et de « revenu », à quel point aussi cette hausse est dangereuse dans un régime d'économie dirigée fondé financièrement sur le « circuit » dont le fonctionnement exige que les titres d'Etat, à revenu fixe, gardent tout leur prestige aux yeux du public.

DEUXIÈME PARTIE

LES MESURES DE « DIRIGISME » BOURSIER
PRISES DEPUIS 1940

CHAPITRE PREMIER

ORGANISATION NOUVELLE DES BOURSES DE VALEURS

(LOI DU 14 FÉVRIER 1942)

Avant que d'étudier le *fonctionnement* des Bourses de valeurs dans le régime actuel d'économie dirigée, nous analyserons brièvement la loi du 14 Février 1942, qui tend à l'*organisation* de ces Bourses, et nous examinerons dans quelle mesure les principales dispositions de cette loi sont susceptibles d'accentuer la « direction étatique » des marchés de valeurs mobilières.

Précisons auparavant qu'actuellement (juillet 1942), la plupart des organes créés par la loi du 14 Février 1942 n'ont pas encore fonctionné ; c'est donc à une étude théorique plutôt qu'à l'examen de résultats pratiques que le présent chapitre est consacré.

L'article premier de la loi crée un « Comité des Bourses de valeurs », dont l'autorité « s'étend sur les agents de change, les entreprises et les personnes effectuant professionnellement des opérations de bourse à titre d'intermédiaire »...

Ce Comité aura, comme l'indique l'art. 4, trois catégories d'attributions : il prendra des décisions

de caractère individuel dans les matières qui lui seront réservées par la loi ou les règlements ; en second lieu, il prendra des décisions sur toutes les questions d'intérêt général intéressant l'ensemble des Bourses de Valeurs : cette disposition est très large et donne au Comité des pouvoirs fort importants, puisqu'elle ne comporte aucune limitation ; enfin le Comité formulera des propositions de modifications aux lois et règlements concernant les Bourses de valeurs et le mode de négociation des valeurs mobilières, ...et il émettra un avis sur les dispositions réglementaires prisés par les Chambres Syndicales d'Agents de Change et les Chambres de Courtiers en valeurs ainsi que sur toutes les questions qui lui seront soumises : il sera en somme le conseiller du Gouvernement en ce qui concerne les mesures à prendre pour l'intégration des Bourses dans le régime d'économie dirigée ; ces attributions font du Comité un organe puissant, qui aura la haute main sur l'organisation du marché des valeurs.

Dans quel sens le comité exercera-t-il son pouvoir ? Sa composition est la principale, sinon la seule indication que nous possédions à l'heure actuelle à ce sujet ; la présidence est confiée au Gouverneur de la Banque de France, la vice-présidence au Syndic de la Compagnie des Agents de Change, les deux autres membres sont : un représentant du Comité permanent d'Organisation professionnelle des Banques, désigné par le Secrétaire d'Etat à l'Economie Nationale et aux Finances, et un représentant des porteurs français de valeurs mobilières, désigné dans les mêmes conditions. En outre, siégeront pour les questions les intéressant directement : un représentant des Agents de Change de province, nommé par le Secrétaire d'Etat, un représentant des Courtiers en valeurs mobilières, désigné pareillement.

La composition du Comité n'est donc pas essentiellement étatique : une majorité d' « hommes privés » y siègera ; mais deux sur quatre des membres permanents seront nommés par le Ministre ; et le Gouverneur de la Banque de France, président, pourra, avec leur concours, faire prévaloir les vues gouvernementales ; par ailleurs (art. 3), le Directeur du Trésor exerce les fonctions de Commissaire du Gouvernement auprès du Comité des Bourses, et ses pouvoirs ne sont pas négligeables : droit de provoquer une seconde délibération, et droit de veto.

Enfin, toutes les décisions de caractère général du Comité devront être approuvées par le Secrétaire d'Etat aux Finances (art. 6).

Si l'Etat doit être largement représenté au sein du Comité, les Banques y auront également accès par le truchement du Gouverneur de la Banque de France, et du représentant du Comité permanent d'Organisation bancaire ; d'ailleurs le Comité des Bourses exerce ses fonctions « par délégation du Comité permanent d'Organisation des Banques » (art. 4 de la loi du 14-2-42) ; là encore il est impossible de savoir quelle orientation prendra le Comité ; les délégués des banques essayeront-ils de profiter de leur pouvoir pour faire de la Bourse une « annexe » de la profession bancaire ? Ils se heurteraient dans ce cas au Syndic des Agents de Change, mais celui-ci ne pourrait leur résister efficacement que s'il obtenait l'alliance du représentant des porteurs de valeurs mobilières ; par ailleurs, la présence, dans certains cas, d'un agent de change de province ou d'un courtier en valeurs vient encore compliquer les pronostics ; en bref, le Comité des Bourses est un organe composite, où trois principales catégories d'intérêts sont représentées :

- les intérêts de l'Etat,
- les intérêts des intermédiaires de Bourse,
- les intérêts des Banquiers.

A qui appartiendra la majorité ? Il est difficile de le prédire, puisque plusieurs des membres du Comité réunissent en une seule personne la représentation d'intérêts divers ; il est cependant probable, et c'est d'ailleurs ce qu'il faut souhaiter, que le point de vue de l'Etat conciliera les intérêts privés au cas où ces derniers s'opposeraient les uns aux autres.

*
* *

La loi du 14 Février 1942 dote donc les Bourses de valeurs d'un organisme supérieur aux syndicats d'intermédiaires, d'une sorte de « conseil suprême » : le Comité des Bourses.

Par contre, cette loi laisse presque intacte l'organisation des Compagnies d'Agents de Change, et notamment de celle de Paris : cela s'explique facilement par le fait que la Compagnie des Agents de Change de Paris est depuis plus d'un siècle organisée corporativement et dirigée par une Chambre Syndicale qui veille à ce que l'intérêt du public ne soit mis en danger par aucun des membres de la Compagnie (1), et qui agit traditionnellement en accord avec le Ministère des Finances : il n'était donc pas besoin de réformer cette Compagnie déjà dotée depuis longtemps d'une armature solide.

(1) A ce point de vue, la solidarité financière qui lie entre eux les Agents de Change de Paris constitue une sérieuse garantie.

Toutefois, il est un point important sur lequel le législateur a cru devoir innover, en ce qui concerne les Agents de Change : c'est l'admission des valeurs à la cote officielle ; cette admission qui, jusqu'à présent, était laissée à la libre appréciation de la Chambre Syndicale, devra, selon l'art. 12 de la loi nouvelle, être désormais prononcée « par les soins de la Chambre Syndicale, *en présence d'un Commissaire du Gouvernement* » désigné par arrêté du Secrétaire d'Etat à l'Economie Nationale et aux Finances ; par ailleurs, le Commissaire du Gouvernement peut « soumettre à la Chambre Syndicale des propositions tendant à l'admission des valeurs nouvelles ou à la radiation de valeurs déjà inscrites ».

« Il peut, dans les huit jours de la délibération, déférer les décisions de la Chambre Syndicale au Comité des Bourses de valeurs qui statue à titre définitif. »

Il y a là une intrusion de l'Etat dans la vie même de la bourse ; intrusion qui est d'ailleurs normale dans un régime autoritaire et dirigiste où l'Etat veut avoir la haute main sur les possibilités d'investissement de l'épargne privée : la surveillance des admissions à la cote complète les mesures déjà prises en ce qui concerne l'autorisation préalable nécessaire avant toute émission d'actions ou d'obligations : désormais c'est non seulement la naissance de ces titres, mais également leur épanouissement, l'admission à la cote officielle, qui sera soumis à la surveillance de l'Etat.

Enfin, la loi du 14 Février 1942 (et c'est en cela qu'elle a le plus frappé le public et défrayé la chronique) a permis la création de « Courtiers en valeurs mobilières » qui, sous un nom nouveau, ne seront autres à Paris que les anciens « coulissiers ».

Alors que jusqu'à présent la caractéristique principale de la Coullisse était de constituer un *marché libre*, dont les réglementations étaient nées d'elles-mêmes et de la concordance relative des intérêts des intermédiaires agissant sur ce marché, elle devient maintenant en quelque sorte un second marché officiel, avec des intermédiaires qui sont sinon des officiers ministériels, du moins des agents reconnus par l'Etat et investis par lui d'un monopole portant sur toutes les valeurs non admises à la cote des Agents de Change ; les nouveaux courtiers sont donc des sortes de « sous-officiers ministériels », comme on l'a dit plaisamment.

Par ailleurs, les courtiers en valeurs reçoivent une organisation tout à fait semblable à celle des agents de change : l'obligation pour chacun d'eux de verser une somme destinée à la création d'un fonds commun garantissant à l'égard de la clientèle la bonne exécution des opérations de Bourse à eux confiées crée entre eux une certaine solidarité financière ; les règles qui leur sont imposées pour l'admission des valeurs à leur cote, et notamment l'intervention d'un Commissaire du Gouvernement, sont les mêmes que pour le marché officiel.

Enfin, ils sont soumis, tout comme les Agents de Change, à l'autorité du Comité des Bourses de valeurs.

La question principale que pose la création des courtiers en valeurs est celle de leurs rapports avec la Compagnie des Agents de Change au point de vue de l'admission des valeurs à la cote : les courtiers en valeurs ont en effet le monopole légal de négociation de toutes les valeurs qui ne sont pas soumises au privilège des Agents de Change, c'est-à-dire (si l'on se conforme à l'interprétation devenue traditionnelle

de l'art. 76 du Code de commerce) sur toutes les valeurs qui ne sont pas admises à la cote officielle.

C'est dire qu'il faudra laisser les Agents de change admettre de temps à autre à la cote officielle des valeurs négociées par les courtiers ; autrement dit, il faudra reconnaître que le privilège des agents de change reste supérieur au nouveau monopole des courtiers, et que ce dernier ne peut être opposé à la Chambre Syndicale des Agents de Change lorsque celle-ci veut admettre à sa cote une valeur « de coulisse ». C'est d'ailleurs ce qui résulte implicitement de l'ensemble des dispositions de la loi du 14 Février 1942, qui, loin d'abroger l'article 76 du Code de Commerce (monopole des agents de change), le confirme au contraire indiscutablement.

Toutefois, il est à craindre que ces questions ne provoquent des mésententes entre agents de change et courtiers : ce seront là des occasions pour les Commissaires du Gouvernement auprès de la Chambre Syndicale des Agents de Change et auprès de la Chambre des Courtiers de trancher les différends en arbitres équitables et de faire adopter des solutions conformes à l'intérêt public.

*
* *

Des diverses constatations que nous venons de faire au sujet du nouveau statut des Bourses de valeurs dont les bases sont jetées par la loi du 14 Février 1942, il est possible de conclure que ce statut ne représente pas par lui-même une accentuation du régime d'économie dirigée dans lequel la Bourse vivait déjà auparavant, mais qu'il renferme un « dirigisme en puissance », puisqu'il introduit l'Etat

dans presque tous les rouages importants du fonctionnement de la Bourse.

L'expérience seule révélera dans quelle mesure les nouveaux moyens de « direction » mis à la disposition de l'Etat seront utilisés, et dans quel sens (autoritaire ou libéral, axé sur l'intérêt des porteurs de valeurs ou sur celui du financement étatique...).

CHAPITRE II

CONDITIONS NOUVELLES DE FONCTIONNEMENT DE LA BOURSE DE PARIS

§ 1. — FERMETURE DE LA BOURSE AU PUBLIC

Un « marché » véritable est en principe ouvert au public, afin que tous les intéressés puissent à chaque instant connaître les cours qui résultent des offres et des demandes exprimées, et « réagir » à ces cours ; si au contraire les négociations sont faites par quelques intermédiaires, en l'absence et sans possibilité d'intervention de la foule des donneurs d'ordres, ces intermédiaires arrivent sur le marché avec un certain nombre d'ordres dont ni l'importance, ni le cours de demande ou d'offre ne seront susceptibles de varier pendant la durée des transactions : ces dernières sont alors comme « figées », et il n'y a plus là un véritable marché d'offres et de demandes.

C'est peut-être en raison de cette considération d'ordre théorique, mais aussi à cause du penchant traditionnel des Français pour la bousculade un peu chaotique et indisciplinée des lieux publics, que les Bourses françaises de valeurs étaient avant la guerre laissées libres d'accès, les seules restrictions à cette liberté concernant les femmes et les étrangers.

Ainsi les particuliers et les représentants des Banques ou des Sociétés pouvaient assister à la séance de bourse, et donner à chaque instant à leurs agents de change de nouvelles instructions inspirées par les variations de cours dont ils étaient témoins.

Ce régime de liberté n'est plus actuellement en vigueur à Paris ; en effet, depuis la réouverture de la Bourse en Octobre 1940, celle-ci est fermée au public. Seuls peuvent y pénétrer les professionnels munis d'une carte spéciale, délivrée, sous le contrôle des autorités d'occupation, par la Chambre Syndicale des Agents de Change. Il est, d'autre part, permis de penser qu'il ne s'agit pas là d'une simple mesure temporaire destinée à être levée dès que l'occupation du territoire aura pris fin, car elle est en quelque sorte ratifiée par la loi française du 14 Février 1942 (art. 25).

Ce simple fait de la fermeture de la Bourse au public a plus d'importance qu'on ne le croit de prime abord ; si, par exemple, le marché d'une valeur se trouve déséquilibré au début de la séance, il le restera jusqu'à la fin, sans que la variation des cours proposés, en hausse ou en baisse, puisse amener de nouvelles offres ou de nouvelles demandes qui auraient permis de régulariser les négociations ; dans des cas de ce genre, il faudra donc ne pas coter les valeurs en cause, tandis qu'au temps où la bourse était publique, il suffisait souvent d'une variation de cours quelque peu importante pour provoquer chez les donneurs d'ordres présents, des réactions salutaires qui venaient équilibrer les transactions.

La fermeture de la Bourse au public nécessiterait donc à elle seule le contrôle des cours, même si ce dernier n'était pas rendu indispensable par d'autres considérations ; en effet, supposons que sur une

valeur donnée, se révèlent, au début d'une séance de bourse, dix titres offerts et mille titres demandés « au mieux » ; même si les cours étaient librement variables, les agents demandeurs pourraient proposer des cours sans cesse plus élevés... Ce serait en vain puisque en tout il y aurait dix titres offerts et que les clients n'ont pas accès à la Bourse et ne peuvent donc pas, voyant des cours intéressants se manifester, transmettre à leurs intermédiaires de nouveaux ordres de vente... Il y a là évidemment un tableau exagéré (1), mais qui montre bien à quel point le jeu normal de l'offre et de la demande est limité, faussé, par la non-publicité de la séance boursière.

Les dirigeants du marché parisien s'en sont d'ailleurs aperçus, et ont tout tenté pour réformer cette situation déplorable : récemment encore, le syndic des Agents de Change a étudié un projet qui consisterait à admettre le public dans une salle de la bourse, où à tout moment, seraient affichés les cours cotés ou proposés à la demande ou à l'offre sur les différents groupes de négociations.

Il faut espérer que, dans un avenir prochain, ce projet ou un autre analogue, pourra être réalisé, afin que dans une certaine mesure la Bourse retrouve la publicité nécessaire au bon fonctionnement de tout grand « marché ».

(1) Il y a lieu en effet de noter que le déséquilibre que provoque souvent la non-publicité de la séance boursière n'est irrémédiable que pendant un jour : le lendemain, les cours ayant été publiés dans les journaux, de nouveaux ordres seront attirés, et l'équilibre tendra à se rétablir.

§ 2. — SUPPRESSION DU MARCHÉ A TERME

Considéré comme l'asile de la spéculation, le marché parisien à terme des valeurs a été frappé d'interdiction depuis Juin 1940.

Cette interdiction a-t-elle ou non été à l'origine de la très relative stabilité des cours obtenue depuis l'armistice ? L'existence du marché à terme aurait-elle au contraire freiné la hausse ?

C'est là, en somme, l'éternelle discussion sur l'utilité de la spéculation, qui n'a reçu de conclusion précise et certaine ni dans un sens ni dans l'autre. (Voir cependant notre Introduction.)

Il est donc difficile de savoir quelles conséquences la réouverture du marché à terme depuis 1940 aurait entraînées ; elle n'aurait certainement pas enrayé la hausse des cours dont les causes sont profondes et totalement indépendantes de l'organisation du marché.

Il faut convenir d'ailleurs que la reprise de négociations à terme telles qu'elles étaient pratiquées avant la guerre se conçoit difficilement dans un régime de stabilisation économique et de limitation des bénéfices de toutes catégories ; la coexistence d'un marché à terme et d'une taxe sur les plus-values boursières constituerait un paradoxe. En outre les gains spéculatifs que favorisent les opérations à terme, qu'elles incarnent même en quelque sorte aux yeux du public, apparaissent plus scandaleux encore que de coutume, et plus démoralisants pour les humbles, à notre époque où une vie pénible et fruste est le sort de la majorité des Français.

Il est une raison secondaire, mais assez

décisive pourtant, de supprimer, en régime d'économie dirigée, le marché à terme : c'est que ce dernier, du fait des reports notamment, accapare une masse importante de capitaux à court terme, ce qui n'est pas conciliable avec les nécessités du « circuit », qui exige que les disponibilités à court terme ne trouvent pas d'emploi avantageux autre que l'investissement en Bons du Trésor.

§ 3. — INTERDICTION AUX INTERMÉDIAIRES DE BOURSE
ET AUX BANQUIERS DE FAIRE CRÉDIT
AUX DONNEURS D'ORDRES

Obligation de déposer chez l'Agent de Change

— les titres avant toute vente,

— les fonds avant tout achat.

Il y a là des mesures connexes à la suppression du marché à terme et à la lutte contre la spéculation.

En effet, le client qui donne l'ordre d'acheter des valeurs sans pouvoir verser les fonds, et celui qui donne l'ordre de vente des titres, sans pouvoir les représenter, sont présumés « spéculateurs » ; il est possible cependant que ce n'en soient pas, mais qu'il s'agisse par exemple d'un commerçant qui désire vendre immédiatement, pour se procurer des fonds, des titres qu'un de ses clients doit lui livrer sous quelques jours en dédommagement d'une dette ; des cas de ce genre sont précisément ceux dans lesquels le marché à terme avait une utilité économique.

Mais ces cas sont rares, et la présomption de spé-

culation est fondée, qui devait logiquement entraîner en même temps que l'interdiction de ce marché, celle des procédés secondaires grâce auxquels les ventes ou achats « à découvert » pourraient tenter de réapparaître, tels que crédits bancaires aux donneurs d'ordres, acceptation d'ordres de ventes sans présentation des titres, etc...

Cependant, quelques adoucissements à cette interdiction sévère ont été accordés aux plus importants intermédiaires de Bourse : Etablissements de Crédit, Grandes Banques, en particulier pour leurs livraisons et règlements aux agents de change et aux courtiers en valeurs ; mais il n'y a pas là une véritable exception à la règle, puisque ces intermédiaires eux-mêmes sont tenus d'exiger de leurs propres clients la remise des titres ou des fonds préalablement à toute passation d'ordre de bourse.

CHAPITRE III

CONTROLE DES COUPS

Lorsque, en Mars 1941, les autorités allemandes et françaises autorisèrent la réouverture du marché officiel des actions à Paris; elles assortirent cette autorisation de l'obligation, pour la Chambre Syndicale des Agents de Change, de « contrôler les cours » de manière stricte : toute variation de plus de 3 % en hausse ou en baisse par rapport au cours moyen du jour précédent devait être évitée; ainsi que tout écart de plus de 3 % entre les cours successifs cotés un même jour. (1)

Pratiquement, le contrôle fut mis en œuvre de la façon suivante (2) : les adjoints au Syndic (qui

(1) Avant la guerre, les cours n'évoluaient pas avec une absolue liberté, mais des écarts assez considérables étaient autorisés : les différences de 5 % par rapport au cours moyen de la veille étaient courantes; souvent même des différences plus fortes allant jusqu'à 10 %, étaient agréées par la Chambre Syndicale.

(2) Le marché de la coulisse n'a fonctionné depuis l'armistice que dans des conditions très particulières; n'ayant pas jusqu'à présent obtenu leur réintégration dans la Bourse, les coulissiers, devenus depuis peu les « courtiers en valeurs mobilières » réalisent leurs opérations par lettres ou par téléphone, chaque maison de coulisse s'occupant spécialement d'un certain nombre de valeurs dont elle « tient le marché »; pour ces négociations, des règles de contrôle des cours analogues à celles suivies par le Parquet sont appliquées. Dans nos explications ultérieures, nous nous limite-

sont au nombre de huit) furent répartis par groupes de négociations et munis, les premiers jours de la réouverture du marché, d'une liste des valeurs des groupes placés sous leur surveillance, avec les renseignements suivants pour chaque valeur : soit le plus haut et le dernier cours cotés à Lyon, si la valeur avait fait l'objet de négociations sur cette place depuis l'armistice, soit le dernier cours coté à Paris avant Juin 1940, et un plus haut cours fictif calculé d'après la moyenne de hausse à Lyon des valeurs du même compartiment.

Grâce à ces renseignements, les cours cotés les premiers jours de la reprise du marché purent être contrôlés efficacement, et maintenus dans des limites raisonnables... Les jours suivants, le régime normal commença, c'est-à-dire l'interdiction de hausse ou de baisse de plus de 3 % par rapport au cours moyen de la veille.

Avant chaque bourse, les coteurs calculaient les cours limites résultant de cette règle des 3 %, et pendant la séance ils n'en référaient à l'adjoint intéressé que si ces limites étaient dépassées ; ce dernier pouvait alors, par mesure exceptionnelle, autoriser des dérogations de minime importance lorsqu'il jugeait que l'intérêt du marché le commandait.

Quelques jours après la réouverture, des consignes un peu moins sévères furent données : voyant que la tendance à la hausse s'affirmait, comme il y avait lieu de le craindre, et voulant favoriser les baisses éventuelles, les autorités du marché autorisèrent les écarts en baisse jusqu'à 5 ou 6 % du cours de la

rons à l'étude du marché officiel, en signalant toutefois les plus importantes des différences de régime qui peuvent se révéler entre parquet et coulisse.

veille, alors que 3 % restait le chiffre fixé pour les variations en hausse.

En mai 1941, la hausse se poursuivant à une allure accélérée, il fut décidé que lorsque trois jours de suite la hausse maxima de 3 % aurait été accordée, pour une valeur, celle-ci cesserait d'être cotée pendant les cinq bourses suivantes (à moins, évidemment, qu'un retournement de la tendance ne permît de coter un cours en baisse).

Cependant, au mois d'Août, la hausse continuait, et les autorités d'occupation décidèrent que le pourcentage de hausse autorisé ne devait pas désormais dépasser 1 % du cours de la veille.

Cette mesure n'étant pas efficace et n'aboutissant qu'à l'absence de cotation d'un grand nombre de titres, le pourcentage de 3 % fut rétabli quelques jours plus tard pour les valeurs à faible marché.

Le 28 Août pourtant, l'interdiction de dépasser 1 % fut à nouveau généralisée, avec, pour les valeurs ayant atteint leur plus haut cours depuis la réouverture du marché, cessation de toute hausse... C'était le paroxysme de la crise ; les 4/5 des valeurs ne pouvaient être cotées.

En septembre enfin, une hausse de 1/2 % fut à nouveau autorisée sur les valeurs ayant atteint leur plus haut cours.

Ce régime très strict subsista jusqu'à la fin de l'année 1941 ; c'est seulement au début de Janvier 1942, que, les transactions retrouvant un certain équilibre, des hausses de 1 1/2 % furent acceptées... l'amélioration se poursuivant, le pourcentage de hausse autorisée passa les 28 et 29 Janvier à 2 1/2 et 3 %.

Depuis cette date, la tendance du marché a été à peu près constamment satisfaisante ; des baisses assez importantes se sont produites à plusieurs re-

prises. Au mois de Mars cependant, une forte poussée de hausse sur les valeurs de Charbonnages entraîna la réduction à 2 % de la hausse autorisée quotidiennement sur ces valeurs. D'ailleurs, depuis le 8 Avril, ce chiffre de 2 % a été généralisé, et il ne gêne guère les cotations, le marché semblant avoir retrouvé une stabilité que ses dirigeants n'osaient espérer quelques mois auparavant.

Il ressort de cet exposé que le marché a été, de Mars à Décembre 1941, en déséquilibre quasi-permanent : beaucoup de demandes, peu d'offres, et impossibilité de coter des cours en hausse importante qui eussent suscité de nouvelles demandes : ces trois facteurs impliquaient, pour beaucoup de titres, l'absence de cotation.

Encore fallait-il pouvoir exécuter les quelques ordres réalisables aux cours autorisés, ce qui n'eût pas été possible si la cotation d'un cours avait été subordonnée à la possibilité d'exécuter intégralement tous les ordres d'achats passés à ce cours ou à un cours plus élevé ; c'est pourquoi la méthode des *cours cotés avec « réduction »* des ordres (3), qui était déjà employée de temps à autre avant la guerre, fut généralisée.

Cette méthode consiste, lorsque sur une valeur les demandes sont insuffisantes à satisfaire les offres

(3) Ce procédé est rendu possible par l'article 71 du Règlement particulier de la Compagnie des Agents de Change de Paris, qui est ainsi conçu : « ... Dans le cas où l'intérêt du marché le commande, la Chambre Syndicale peut faire procéder d'office à la cotation d'un cours unique sur une valeur, en tenant compte des négociations effectuées, alors même que tous les ordres donnés sur ladite valeur ne pourraient pas être exécutés. Le cours ainsi coté ne peut servir de base à la réclamation ultérieure d'un donneur d'ordres pour défaut d'exécution. Ce cours sera indiqué par une mention spéciale à la cote. »

ou vice-versa, à attribuer aux acheteurs ou aux vendeurs un nombre de titres réduit mais autant que possible proportionnel à l'importance des ordres ; toutefois, dans les cas extrêmes, il est arrivé qu'on ne puisse attribuer qu'un titre par charge d'agent de change ; lorsqu'une valeur est ainsi cotée « avec réduction », le public en est averti par la présence d'un astérisque sur la « cote officielle » en face de l'intitulé de cette valeur.

Les inconvénients de ce procédé sont certes importants : permettant parfois de « répondre » certains ordres à un cours donné, alors que d'autres, passés au même cours, ne reçoivent pas exécution, il rend possibles, sinon inévitables, bien des injustices ; mais il est encore préférable à la non-cotation qui, sans lui, serait le fait d'un grand nombre de titres.

Il est à remarquer d'ailleurs qu'afin d'éviter les abus que pourrait engendrer un tel système, la Chambre Syndicale recommande aux Agents de Change de surveiller avec attention la manière dont les ordres sont servis dans leurs charges en cas de réduction des demandes ou des offres.

Par ailleurs, la Chambre Syndicale a interdit toute exécution d'ordres par voie d'application (4) dans une même charge d'agent de change, sur des valeurs cotées avec réduction des offres ou des demandes.

(4) Lorsqu'un agent de change constate, avant l'ouverture de la Bourse, que deux de ses clients ont passé, sur la même valeur, des ordres égaux, mais de nature opposée (achat et vente), au lieu de porter ces ordres en Bourse pour exécution sur le marché, il est de pratique courante que l'agent de change « applique » les titres du vendeur à l'acheteur, le cours étant naturellement celui coté en Bourse au jour considéré.

Une autre mesure a été fréquemment utilisée : celle qui consiste à inscrire à la cote, lorsque l'équilibre est irréalisable sur le marché d'une valeur, les mentions « demandé à tel prix » ou « offert à tel prix », ce qui permet quelquefois d'attirer les offres nécessaires au rétablissement de l'équilibre du marché, alors que l'absence complète de toute indication à la cote ne provoquerait évidemment pas les mêmes réactions.

Ainsi, à la fin de Mars 1941, constatant que les actions « Ciments d'Origny » et « Lambert » étaient demandées à des cours dépassant sensiblement le plafond prévu, la Chambre Syndicale décida que des demandes en hausse progressive seraient inscrites à la cote avant qu'un cours soit autorisé.

Cet exemple nous montre également que l'inscription des demandes et des offres permet de coter, après quelques jours, un cours en hausse ou en baisse de plus du pourcentage autorisé par rapport au cours précédent, sans que soit transgressée la réglementation du marché, que nous avons exposée plus haut.

Il était cependant évident que ces diverses mesures de contrôle et de cotation ne permettaient pas de « diriger » le marché, ni d'éviter qu'il ne s'engage fiévreusement dans un sens ou dans l'autre.

Lorsqu'une valeur est, de façon permanente, l'objet de nombreuses demandes et de peu d'offres, l'interdiction de coter des cours en hausse aboutit forcément à la non-cotation ; et si cette situation déplorable se prolonge, les transactions qui ne peuvent s'effectuer en Bourse vont se réaliser sur le « marché noir ».

Le contrôle des cours ne permet que de « surveiller » le cours d'une valeur ; pour le « diriger », il faut pouvoir diriger les deux composantes du

cours, à savoir l'offre et la demande de titres, de même que pour modifier un alliage, il faut pouvoir agir sur les métaux qui le constituent.

Telle est l'idée directrice principale de la plupart des réformes qui se sont succédées en 1941 et qui ont eu pour but de régulariser et d'assainir le marché boursier.

CHAPITRE IV

MESURES FISCALES AYANT POUR BUT DE RÉGULARISER LE MARCHÉ BOURSIER

La théorie de l' « action économique et sociale par l'impôt » n'est pas nouvelle ; depuis la guerre de 1914, de multiples taxes ont été créées pour handicaper certaines activités considérées comme nuisibles, ou favoriser certains intérêts économiques.

Dans le domaine de la Bourse, ces idées n'avaient pas reçu d'application jusqu'à une époque récente ; ce n'est en effet qu'au moment de la réouverture du marché des actions que le gouvernement songea à utiliser, contre la spéculation et ses abus, une taxe frappant les bénéfices réalisés par différence de cours. Et ce n'est qu'en Décembre 1941 que fut donnée au Secrétaire d'Etat aux Finances la faculté d'élever ou d'abaisser par simple arrêté le taux de l'impôt sur les achats ou les ventes de titres en Bourse, afin de régulariser le marché.

§ 1. — LA TAXE EXCEPTIONNELLE SUR LA PLUS-VALUE
DES VALEURS MOBILIÈRES

(Lois des 15 Mars et 26 Juillet 1941, et 14 Févr. 1942,
arrêté du 12 Août 1941)

La loi du 15 Mars 1941 instituait une taxe du tiers sur les plus-values dépassant 5 % réalisées par achat et revente d'actions, parts de fondateurs ou bénéficiaires, parts d'intérêts, commandites de sociétés, droits de souscription ; les plus-values résultant d'opérations portant sur des obligations, rentes ou effets publics, sont également taxables pour ceux de ces titres qui étaient libellés en monnaie étrangère ou dont le paiement du capital, des intérêts ou des arrérages est fait soit en monnaie étrangère, soit avec une option de change, soit avec une garantie de change.

Seules les reventes de titres achetés en Bourse postérieurement au 19 Mars 1941 (date de réouverture du marché des titres à revenu variable qui forment la « matière imposable » principale de la taxe) ou sous-crits ou attribués à l'émission après cette date, sont frappées.

Par conséquent, celui qui possédait des titres avant le 19 Mars 1941 peut les revendre sans que le gain qu'il réalise soit taxé.

Le mode d'évaluation de la plus-value taxable qu'instituait la loi du 15 Mars 1941 consistait à comparer d'une part le cours de la revente, et d'autre part, soit le cours moyen des titres en Bourse durant les trois mois ayant précédé le 1^{er} Mars 1941, soit le cours d'achat des titres si celui-ci était supérieur audit cours moyen.

La perception de la taxe était assurée par les intermédiaires de bourse (la plupart du temps les agents de change), ce qui leur imposait de lourdes responsabilités, et l'obligation de tenir une comptabilité compliquée.

La loi du 26 Juillet 1941 est heureusement venue adoucir la sévérité trop grande de cette taxation, et introduire plus de simplicité dans son assiette comme dans sa perception.

Le mode d'évaluation de la plus-value est moins compliqué : il suffit de comparer le prix brut de vente et le prix brut d'achat majoré de 5 %.

La matière imposable, par ailleurs, est amoindrie : la taxe devient inapplicable aux ventes de valeurs ou droits entrés par succession dans le patrimoine du vendeur, ainsi qu'aux valeurs ou droits acquis soit plus d'un an avant la vente, soit par souscription ou attribution à l'émission.

Le taux de la taxe est ramené du tiers à 20 % ; la perception en est assurée, non plus comme le prévoyait la loi du 15 Mars par les intermédiaires, mais par les agents du fisc au vu d'une déclaration que doivent chaque année souscrire les assujettis, c'est-à-dire les personnes ayant effectué en Bourse des achats et reventes passibles de la taxe.

Telle qu'elle apparaît après ces diverses réformes opérées par la loi du 26 Juillet, la taxe sur les plus-values est relativement modérée ; voyons dans quelle mesure elle a atteint le but visé par ses auteurs.

Ce but était très probablement triple :

Tout d'abord la taxe devait *enrayer la spéculation boursière* qui, à défaut du marché à terme, s'exerçait au comptant et profitait de la hausse constante du cours des actions.

Il est difficile de savoir dans quelle mesure les transactions spéculatives ont été jugulées par la taxe; celle-ci toutefois n'est certainement pas à ce point de vue d'une très grande efficacité; elle ne peut en effet qu'inciter les spéculateurs à compenser la perte résultant de la taxe par la réalisation d'une différence de cours plus grande.

Il y a d'ailleurs ici un nouvel exemple des tendances contradictoires qui se partagent les esprits au sujet de la bourse : désir d'avoir un marché équilibré, stable, ce qui nécessite l'abondance des transactions; et désir d'éliminer la spéculation, ce qui entraîne la raréfaction des négociations, et par suite le déséquilibre du marché. Si le taux de la taxe sur les plus-values était de 100 %, il n'y aurait évidemment plus de transactions spéculatives, mais le marché serait quasi-inexistant, et par conséquent sujet à des déséquilibres profonds et à des variations de cours sans signification réelle, puisque provoquées par un nombre infime d'ordres.

Au contraire, avec un taux de 20 %, le marché conserve une certaine ampleur, mais cela précisément parce que les achats et ventes spéculatifs ne sont pas rendus impossibles.

Le second but de la taxe sur les plus-values était d'*arrêter* dans une certaine mesure la hausse du cours des actions; le résultat fut décevant; les acheteurs, en effet, ne furent pas découragés puisque tant qu'ils s'en tenaient au stade de l'achat, ils n'avaient aucune taxation à subir; au contraire, le nombre des ventes se trouva fort réduit, les personnes qui avaient acheté des titres postérieurement au 19 Mars 1941 hésitant à opérer une revente qui les eût soumises à la taxe.

Pourtant, la publication de la loi du 15 Mars

provoqua un ralentissement momentané de la hausse ; mais ce fut plutôt par arrêt des transactions et non-cotation de la plupart des valeurs, que par véritable retournement de la tendance.

La loi du 26 Juillet au contraire, qui pourtant n'était qu'un adoucissement de la taxation, et non sa suppression, fut suivie d'une période prolongée de hausse. La stabilisation des cours n'avait donc pas été obtenue.

Le troisième but de la taxe, but évidemment secondaire, mais non négligeable, était *d'alimenter les caisses du trésor* : il y avait là en effet un prélèvement sur les bénéfices spéculatifs, c'est-à-dire un impôt qui, au point de vue de la justice sociale, ne pouvait soulever aucune critique.

Il est encore impossible à l'heure actuelle de savoir si la taxe sur les plus-values sera un impôt très productif ; le gouvernement, d'après le budget de 1942, en attend 100 millions ; c'est peut-être là une estimation optimiste, car il ne faut pas oublier que la plupart des clients de la Bourse sont très au fait de la législation fiscale et se préoccupent d'aménager leurs opérations de façon à échapper à la taxe.

Signalons que le 14 Février 1942, une loi a réduit de un an à trois mois le délai minimum pendant lequel un titre visé par les lois précédentes doit avoir été gardé en portefeuille pour que la plus-value résultant de sa vente ne soit pas taxable.

Cette loi particulièrement libérale, qui était attendue depuis plusieurs mois, ne produisit pas sur le marché l'effet que certains préoyaient ; on escomptait en effet que les personnes qui avaient, de Mars à Octobre 1941, acheté des titres dont le cours depuis n'avait cessé de monter, profiteraient de l'exonération que leur apportait la nouvelle loi pour ven-

dre au moins une partie de leurs valeurs ; en fait, la répercussion de la réforme sur le marché fut minime ; il est vrai que depuis Janvier 1942, la hausse était modérée et les transactions à peu près équilibrées : dans ces conditions l'incidence immédiate du texte nouveau avait perdu toute son importance.

La taxe sur les plus-values n'a donc pas eu, dans le domaine des faits boursiers, une influence considérable. Elle est cependant une pièce maîtresse du compartiment boursier de l'économie dirigée.

En effet, l'économie dirigée implique une stabilisation des revenus aussi bien que des prix : la fixation des salaires et la limitation des dividendes en sont les principaux exemples.

Mais à quoi servirait la limitation des revenus si par l'achat de valeurs mobilières les particuliers pouvaient se procurer la certitude de voir sans cesse leur capital augmenter ? Ils prélèveraient en ce cas de façon régulière une certaine quotité de leur gain en capital, et la stabilisation des dividendes ne serait dès lors qu'un leurre ; c'est dire que les notions de *capital* et de *revenu* sont à notre époque singulièrement indistinctes, du fait des variations de l'échelle des valeurs, du fait surtout de la dépréciation latente de la monnaie.

Dans ces conditions, il est évident que si l'Etat veut limiter avec efficacité les sommes mises à la disposition des particuliers, et en faire revenir le « trop-plein » dans les caisses du Trésor, ce ne sont pas seulement les dividendes (revenus) qu'il faut stabiliser, mais également les gains en *capital*, qui, s'ils sont réguliers, deviennent, au moins lorsqu'il s'agit de valeurs mobilières, c'est-à-dire de biens facilement aliénables, de véritables revenus : c'est à cette limitation des gains en capital, dont nous venons de voir qu'elle est, comme la limitation des

revenus, une nécessité de l'économie dirigée, que contribue la taxation des plus-values boursières : d'une part elle incite souvent les épargnants désireux de ne pas acquitter la taxe, à ne pas vendre leurs titres, et par là elle limite les sommes que les particuliers pourraient jeter sur le marché des biens de consommation ; d'autre part, lorsque ces épargnants se décident à vendre malgré la taxation, celle-ci réduit leur gain en capital d'une certaine quotité (en France actuellement 20 %) qu'elle fait rentrer dans les caisses de l'Etat, contribuant ainsi au fonctionnement du « circuit des capitaux ».

Par conséquent, si la taxe sur les plus-values peut comporter, du point de vue boursier, de sérieux inconvénients, elle n'en est pas moins indirectement un des instruments de la stabilisation des revenus, élément du système d'économie dirigée.

§ 2. — TAUX DE L'IMPÔT DE BOURSE
POSSIBILITÉ DE MODIFIER CE TAUX PAR SIMPLE
ARRÊTÉ MINISTÉRIEL

L'impôt sur les opérations de Bourse, retenu à la source par les intermédiaires sur toutes les négociations dont ils sont chargés, était jusqu'à décembre 1941 d'un taux uniforme pour les achats et les ventes de titres ; ce taux était fixé par un texte législatif, et il ne subissait que très rarement des modifications, ces dernières étant toujours dans le sens d'une augmentation destinée uniquement à rendre l'impôt plus fructueux pour le Trésor.

Mais lorsque dans le courant de 1941 le Gouvernement chercha à se procurer des moyens d'agir sur

le marché boursier, il lui fut impossible de ne pas songer au levier de manœuvre très efficace que serait un « impôt de Bourse » de taux différent pour les achats et les ventes et variable par simple décision ministérielle : ainsi, les Pouvoirs Publics pourraient pénaliser les achats en cas de tendance excessive à la hausse, ou au contraire les ventes en cas de mouvement exagéré de baisse.

En application de cette idée, une loi du 15 Novembre 1941 donna compétence au Ministre Secrétaire d'Etat à l'Economie Nationale et aux Finances pour modifier par arrêté la quotité de l'impôt sur les opérations de Bourse.

Cette compétence, le Ministre l'utilisa sans retard : comme la tendance du moment était à la hausse constante du cours des actions, un arrêté du 6 Décembre 1941 releva de 1,10 à 5 francs pour mille le taux de l'impôt pour les achats de valeurs à revenu variable et de droits de souscription.

Etudions maintenant quelle est la valeur théorique et pratique de cette mesure.

Tout d'abord, il est évident qu'au point de vue de la direction du marché, elle est bien plus efficace que la taxe sur les plus-values ; en effet, alors que cette dernière, trop stable, ne comporte pas d'adaptation aux nécessités chaque jour différentes du marché, au contraire la possibilité de faire varier librement le taux de l'impôt sur les achats et les ventes permet au Ministre de faire une « politique boursière » en évolution constante, et d'agir à son gré sur les cours : la taxe sur les plus-values est une mesure aveugle ; l'impôt de Bourse variable est l'instrument du « despotisme éclairé » du Ministre des Finances.

Si jusqu'à présent ce dernier n'a profité qu'une

fois de cette possibilité, et d'une façon extrêmement modérée, c'est que précisément, depuis la fin de 1941, la Bourse s'est « normalisée », et qu'aucun mouvement exagéré de hausse ou de baisse n'est survenu ; mais l'instrument reste disponible, et à notre avis, dans les crises boursières de l'avenir, il pourra jouer un rôle primordial, grâce à sa très grande maniabilité.

CHAPITRE V

LA LIMITATION DES DIVIDENDES

LE PRÉLÈVEMENT TEMPORAIRE SUR LES EXCÉDENTS DE BÉNÉFICES

Les bénéfices que réalisent les Sociétés par actions se répartissent entre trois catégories principales de bénéficiaires :

Les Particuliers : les actionnaires et les administrateurs, qui reçoivent les dividendes et les tantièmes ;

La Société elle-même, qui met en réserve une partie de ses bénéfices ;

L'Etat, qui reçoit l'impôt sur les B.I.C.

Or, l'Economie dirigée est fondée au point de vue financier sur deux principes de base : tout d'abord retour à l'Etat du maximum de signes monétaires (circuit), par le moyen des impôts et de l'emprunt : c'est en grande partie à cette idée que répond, dans notre domaine, l'institution du prélèvement temporaire sur les excédents de bénéfices, qui empêche les dirigeants de toutes les entreprises d'encaisser des gains très supérieurs à leurs bénéfices des années 1937 et 1938, considérées comme années normales.

Enfin la seconde base financière de l'économie dirigée, c'est la limitation des revenus des particuliers qui, s'ils étaient trop abondants, risqueraient de peser sur le marché des biens de consommation et de faire échouer la politique de stabilisation des prix.

C'est en application de ce principe que, pour empêcher la distribution aux actionnaires de sommes trop fortes, la loi du 28 Février 1941 est venue décréter la limitation des dividendes (ainsi d'ailleurs que celle des tantièmes des administrateurs).

Cette limitation a pour conséquences la constitution par les Sociétés de réserves importantes : ces réserves sont souvent réinvesties en biens de production, usines, outillage, stocks, ce qui est éminemment favorable à l'augmentation de la production nationale ; si toutefois cet investissement est impossible, ce qui est malheureusement fréquent à l'heure actuelle, en raison de la pénurie de matières premières, les réserves peuvent être employées à l'achat de titres d'Etat et contribuer ainsi à assurer le fonctionnement du « circuit des capitaux ».

En dehors de ces diverses conséquences avantageuses, la limitation des dividendes a encore, aux yeux de l'Etat, le mérite d'empêcher les actions de faire, sur le marché, une concurrence trop forte à ses propres titres.

Ce qui constituait en effet autrefois l'attrait d'une action, c'était :

- 1) Son rendement. (1)
- 2) Sa marge de plus-value possible.

(1) Il est à ce point de vue caractéristique que les statisticiens aient pu établir, pour les années antérieures à la crise de 1929, l'existence d'une corrélation très accentuée entre les courbes des prix de gros et celles des valeurs mo-

Il était permis de penser que la limitation forcée du revenu des actions entraînerait une nette désaffection du public pour cette sorte de valeurs. Il n'en a pas été ainsi : La limitation des dividendes n'a fait que transformer, dans l'esprit des épargnants, la notion des avantages apportés par la propriété des actions : la préoccupation du rendement actuel est passée au second plan. Outre les chances de plus-value du capital investi, c'est le rendement futur probable de la valeur qui est pris en considération, c'est-à-dire le revenu que l'on peut espérer tirer de la valeur après la fin des hostilités.

C'est ainsi que de très bonnes valeurs ne donnent, aux cours actuels, qu'un revenu de $1/2$ %, et sont malgré cela activement recherchées, alors qu'avant la guerre le public les aurait délaissées jusqu'à ce que la baisse de leur cours les eût ramenées à un rendement normal.

En résumé, la limitation des dividendes n'a pas réussi à diminuer l'engouement des épargnants et des détenteurs de capitaux pour les actions, car celles-ci, à défaut de revenu actuel intéressant, procu-

bières à revenu variable : ce qui semble bien démontrer de façon irréfutable qu'à cette époque l'évolution des cours des valeurs à revenu variable était liée au rythme général des affaires ; la courbe des valeurs précédait celle des prix, ce qui s'expliquait par le fait que la Bourse anticipe toujours sur les événements.

Cependant, dès cette époque, il était constaté que cette corrélation diminuait d'intensité, ou même cessait complètement d'exister lorsqu'intervenait un phénomène d'inflation monétaire : les cours des titres augmentaient, alors que la courbe des prix de gros restait stationnaire.

Il y a là une sorte de préfiguration des phénomènes que l'on constate à présent.

(Voir Jean Marchal : Les grands marchés financiers. Paris 1932.)

rent l'espoir d'un revenu futur important, et leur caractère de valeurs réelles les fait considérer comme non-solidaires de la monnaie et susceptibles par conséquent de conserver à leurs détenteurs un capital intact ; mais si, au point de vue du marché boursier, la limitation des dividendes n'a pas exercé une action extrêmement efficace, sur un plan plus large, il était cependant indispensable, dans un régime d'économie dirigée, de fixer les revenus des détenteurs de valeurs mobilières comme tous les autres revenus (les salaires, par exemple).

La seule critique restant possible concerne la stabilité, trop grande peut-être, de la limitation des dividendes : alors que les autres revenus, les salaires surtout, ont été depuis un an et demi constamment « réajustés », les détenteurs d'actions n'ont pas vu leurs dividendes grossir, car ici la limite est restée immuable. A cela cependant, il est naturel de répondre que si les dividendes sont restés les mêmes, le capital investi en actions a, par contre, la plupart du temps doublé ou triplé, ce qui constitue un avantage compensant largement la non-augmentation des revenus.

CHAPITRE VI

OBLIGATION DE NOMINATIVITÉ OU DE DÉPOT CHEZ UN INTERMÉDIAIRE DES ACTIONS DE SOCIÉTÉS

OBLIGATION D'ENREGISTREMENT DES CESSIONS DIRECTES DE VALEURS COTÉES

- Loi du 28 Février 1941.
- Lois du 6 Décembre 1941 et du 14 Février 1942.
- Loi du 18 Juin 1941, créant une caisse centrale de Dépôts et Virements de Titres.

Quelques jours avant la réouverture à Paris du marché des titres à revenu variable, parut la loi du 28 Février 1941 « sur la forme et la négociation des actions », qui rendait la nominativité obligatoire pour la plus grande partie de cette catégorie de titres.

Cette loi impose en effet la mise au nominatif pour les *actions* remplissant l'une des conditions suivantes :

- 1) Actions négociées sur un marché (Parquet ou Coulisse) postérieurement à la promulgation de la loi.
- 2) Actions émises depuis la promulgation de la loi.

Enfin les actions affectant la forme nominative au moment de l'entrée en vigueur de la loi, ainsi que celles qui auraient par la suite été mises au nominatif, doivent rester sous cette forme.

La nominativité n'est cependant jamais absolument obligatoire ; les actions peuvent toujours revêtir la forme au porteur, à condition, lorsqu'elles rentrent dans un des trois cas cités, d'être mises en dépôt dans un établissement agréé (Banque ou Agent de Change). C'est seulement s'ils sont remis à leur propriétaire que les titres en cause doivent être nominatifs.

Le but évident de la loi est de créer un régime permettant le contrôle des achats et ventes d'actions afin d'éviter que ces dernières ne soient l'objet de transactions spéculatives clandestines faites en marge du marché boursier, dont la réglementation deviendrait alors inefficace. (1)

D'ailleurs, malgré les dispositions nouvelles, le « marché noir » des actions n'a pas disparu ; car il est une catégorie d'actions que la loi n'a pas visée : celles que les particuliers possédaient déjà sous la forme au porteur avant Février 1941, soit par devers eux, soit en dépôt chez un intermédiaire, et qui n'ont pas fait depuis lors l'objet de négociation régulière en bourse ; dès lors, sur cette sorte de titres, les transactions « noires » sont nombreuses.

(1) Cette loi répond également à des préoccupations d'ordre fiscal : la nominativité, ou le dépôt contrôlé, permettront en effet d'éviter les fraudes autrefois si fréquentes en matière d'impôt successoral et d'impôt général sur le revenu (la forme « au porteur » a jadis permis la constitution et la transmission clandestines de fortunes mobilières considérables ; il est à remarquer, cependant que depuis l'instauration du système du « bordereau de coupons », les fraudes de cette nature étaient de réalisation difficile).

Il n'y a cependant pas de critique à formuler contre le législateur en cette matière : d'abord pour les titres que les particuliers détenaient chez eux, toute réglementation eût été inopérante ; quant aux titres au porteur en dépôt chez les intermédiaires à la date de mise en vigueur de la loi, si matériellement celle-ci eût pu les viser, en fait la différence de traitement entre les titres déposés et les autres aurait semblé exagérément injuste, puisque auraient précisément été frappés ceux qui, ayant mis leurs titres en dépôt, étaient les moins suspects de vouloir réaliser des transactions clandestines.

D'autre part, même en tenant compte de cette lacune, la loi du 28 Février 1941 régira dans un délai de quelques années la très grande majorité des actions, car il en restera bien peu qui n'aient pas fait l'objet d'une négociation en Bourse.

Ce système de nominativité ou de dépôt obligatoire des actions a été complété par la création toute récente de la « Caisse centrale de Dépôts et de Virements de Titres », organisme qui prend peu à peu la place des établissements agréés pour le dépôt des titres au porteur : en effet pour certains titres dont le nombre est appelé à augmenter sans cesse, la Caisse centrale devient le dépositaire exclusif : chaque intermédiaire, banquier ou agent de change, a son compte-titres à la Caisse Centrale, et celle-ci débite et crédite ces comptes-titres au vu des « mandats de virement » qui lui sont communiqués par les titulaires des comptes ; les particuliers, eux, restent en relation avec leur intermédiaire habituel.

Les opérations de Bourse sur titres déposés à la Caisse Centrale se règlent, entre agents de change par exemple, non plus par livraisons de titres, mais par livraisons de mandats de virements à la Caisse.

C'est en somme, en matière de titres, le même

progrès que la monnaie scripturale et les virements en matière d'espèces. (2)

Les diverses mesures que nous venons de décrire rapidement ont pour résultat de permettre le contrôle de la plupart des titres d'actions ; mais ce contrôle eût été de nul effet si les particuliers avaient pu continuer comme auparavant à se céder directement des actions sans aucune formalité ni surveillance, et à des cours quelconques.

C'est pourquoi la loi du 28 Février 1941, dans son article 6, plusieurs fois modifié depuis lors, a rendu obligatoire l'enregistrement de toute cession directe à titre onéreux d'actions ou de parts de fondateur par un agent de change lorsqu'il s'agit d'une valeur admise à une cote officielle, et par un courtier en valeurs (un ancien couliissier) lorsqu'il s'agit d'une valeur admise à la cote d'un syndicat de courtiers ; la loi spécifie que l'agent de change ou le courtier ne peuvent enregistrer la cession que si elle est faite « à un cours compris entre le plus bas et le plus élevé des trois derniers cours moyens précédant la date de réception de la demande d'enregistrement ».

Le respect de ces dispositions est en grande partie assuré pour les titres en dépôt obligatoire chez un intermédiaire car celui-ci, avant de transférer des titres appartenant à un de ses clients au nom d'une autre personne (chez lui ou chez un autre intermédiaire) devra naturellement s'enquérir du motif de

(2) Toutefois la mesure est plus grave en ce qui concerne les titres ; en effet, le dépôt à la C.C.D.V.T. est obligatoire et il rend impossible la gestion par les particuliers eux-mêmes de leurs propres titres au porteur les obligeant ainsi à acquitter des « droits de garde » souvent élevés.

« transfert de dossier », et le refuser s'il s'agit d'une cession directe à titre onéreux non enregistrée.

Si nous essayons maintenant de nous rendre compte de la place que tiennent, dans le régime d'économie dirigée lui-même, ces diverses mesures destinées au contrôle des échanges de titres à revenu variable, il nous apparaît clairement qu'il y a là l'équivalent, en matière de valeurs mobilières, de la surveillance exercée sur les autres sortes de biens pour éviter la hausse des prix... Sur le marché des biens de consommation, par exemple, des prix officiels sont fixés par autorité, et pour les faire observer, on a institué le rationnement, le contrôle des stocks, etc... qui permettent en principe d'éviter les transactions clandestines faites dans des conditions et à des prix illégaux ; de même afin d'éviter que les valeurs mobilières, pour lesquelles les *prix officiels* sont ceux cotés en Bourse, ne fassent l'objet de négociations à des cours différents, il a été institué un contrôle de ces valeurs, sous la forme de l'obligation de nominativité ou de dépôt chez un intermédiaire.

Il y a donc, ici encore, des mesures faisant partie du cadre nouveau dans lequel s'insère la vie économique du pays : « Echanges dirigés », cela implique nécessairement « contrôle des biens susceptibles d'être échangés » ; les valeurs mobilières ne font pas exception à cette règle universelle.

TROISIÈME PARTIE

RÉSULTATS DE LA « DIRECTION ÉTATIQUE »
DE LA BOURSE

Nous avons constaté que depuis la guerre, la politique dirigiste suivie en France en matière de Bourse s'était assignée trois buts principaux :

1° Favoriser la hausse des titres d'Etat ;

2° Défavoriser au contraire les titres « privés », en particulier les valeurs à revenu variable ;

3° Juguler la spéculation.

Dans quelle mesure cette politique a réussi, c'est ce que nous allons chercher maintenant, à la lumière des faits, des chiffres et des statistiques, en étudiant successivement les résultats obtenus dans les trois domaines que nous venons de définir.

CHAPITRE PREMIER

LA HAUSSE DES TITRES D'ÉTAT ENREGISTRÉE DEPUIS LE DÉBUT DE LA GUERRE

Le but de la politique gouvernementale en cette matière était simple : obtenir la hausse du cours des rentes afin d'affermir le crédit de l'Etat, et de lui permettre, notamment par un abaissement du taux de l'intérêt, d'emprunter dans des conditions avantageuses et de convertir aisément les anciens emprunts.

C'est là d'ailleurs en tout temps l'objectif normal d'une saine gestion financière, mais ce devient une nécessité vitale dans un régime d'économie dirigée, où le financement étatique, fondé sur le circuit, prend des proportions et une importance considérables.

Dans ce domaine, il est impossible de nier la réussite du plan gouvernemental ; la comparaison des cours de quelques types de rentes à divers moments de la période qui nous intéresse est absolument probante :

	3 % amort.	5 % 1920	5 % 1939
1 ^{er} Septembre 1939.....	82,55	106,50	96
30 Avril 1940	86	117,50	97,65
2 Décembre 1940	92	123,70	100,75
1 ^{er} Juillet 1941	93	132,50	101,20
1 ^{er} Décembre 1941	97,65	138,75	140,75
3 Août 1942	96,10	140,75	Converti

Il ressort du tableau ci-dessus que, du 1^{er} Septembre 1939 au 3 Août 1942, le 3 % amortissable a bénéficié d'une hausse approximative de 15,86 %, le 5 % 1920 de 32 %, le 5 % 1939 ayant, du 1^{er} Septembre 1939 à la fin de 1941, subi une hausse de 7,30 %.

Mais cette hausse des rentes est-elle bien l'œuvre de la politique *boursière* suivie depuis le début de la guerre et surtout depuis Juillet 1940 ?

En partie probablement : car le contre-coup des mesures restrictives prises en ce qui concerne les autres valeurs a certainement contribué à attirer au marché des rentes une clientèle supplémentaire d'acheteurs : en particulier la limitation des dividendes des actions a rendu attrayants les titres à revenu fixe pour les épargnants désireux de sauvegarder leurs revenus annuels plutôt que de faire des gains en capital ; et parmi ces titres à revenu fixe, la limitation des émissions d'obligations privées a réservé un quasi-monopole aux valeurs d'Etat.

Cependant, autant que la politique boursière pure, il semble bien que ce soit la politique générale et les circonstances qui aient engendré la hausse des titres publics : ceux-ci ont bénéficié en effet de demandes massives résultant du simple fait de l'existence de disponibilités énormes qui ne trouvaient pas d'autre emploi : capitaux industriels ne pouvant se réinvestir en nouveaux stocks devenus introuvables, capitaux des particuliers et des épargnants dont les dépenses sont étroitement limitées par le rationnement, etc... la plupart de ces capitaux en quête de placement affluent tout naturellement sur le marché boursier, où les titres d'Etat leur offrent un refuge à la fois toujours disponible, et convenablement rémunéré.

Quoi qu'il en soit, la hausse des rentes, escomptée par le gouvernement, s'est produite, et a permis la réalisation heureuse de plusieurs opérations de conversion qui ont notablement réduit la charge annuelle du service de la Dette : sur ce point, la « Bourse dirigée » n'a pas déçu les espoirs fondés sur elle.

Mais il est bien évident que le comportement des rentes sur le marché est lié à la situation monétaire : si les divers contrôles qui, actuellement, maintiennent la valeur intérieure et extérieure de la monnaie venaient à se relâcher, le franc, dans sa chute, entraînerait inévitablement les titres d'Etat, de même, d'ailleurs, que tous les titres à revenu fixe.

*
**

Il est à noter que les conversions réalisées en France depuis l'armistice ont affecté la forme classique : offre de remboursement, émission du nouveau type d'emprunt au pair, souscription simultanée en numéraire.

C'est ainsi qu'ont été effectuées :

— En Mai 1941, la conversion de divers emprunts du Crédit National et du Trésor, le nouvel emprunt prenant la forme d'obligations 4 % du Crédit National.

— En Octobre 1941, la conversion des Obligations P.T.T. 5 et 6 % en obligations 4 %.

— En Décembre 1941, une conversion de titres de la S.N.C.F. en obligations 4 %.

— En Octobre 1941, la conversion de la « Caisse Autonome d'Amortissement », destinée surtout à résorber les Bons de la Défense Nationale (nouvel emprunt émis à 4 %).

— En Mars 1942, la conversion des deux rentes à garantie de change (le 4 % 1925 devenant du 3 %, et le 4 1/2 % 1937 faisant place à un emprunt 3 1/2 %).

— Enfin, en Juillet 1942, la conversion des obligations 4 1/2 % « Outillage National » et de la rente 5 % 1939 en titres 3 1/2 %.

CHAPITRE II

DE L'ÉVOLUTION DES COURS ET DU RENDEMENT DES TITRES DE SOCIÉTÉS PRIVÉES DEPUIS LE DÉBUT DE LA GUERRE

Parmi les valeurs privées, nous avons constaté que la politique « dirigiste » avait distingué, pour leur imposer des régimes très différents, les titres à revenu fixe, et les titres à revenu variable.

A l'égard des premiers, l'Etat avait un préjugé favorable : analogues aux valeurs d'Etat, les valeurs privées à revenu fixe, solidaires du sort de la monnaie, ne pouvaient attirer l'épargne que par le revenu qu'elles distribuaient : cependant, aucune limitation des intérêts des obligations ne fut édictée, la baisse du loyer de l'argent, résultant de la situation économique générale, étant suffisante par elle-même.

La seule mesure importante prise en matière d'obligations (et qui est d'ailleurs commune à ces dernières et aux actions) fut la limitation des émissions nouvelles.

Au contraire en ce qui concerne les titres à revenu variable, la politique suivie depuis la guerre consiste à limiter la concurrence qu'ils sont susceptibles de faire aux valeurs publiques.

A cet effet, sont intervenues toutes les mesures que nous avons successivement étudiées, notamment la limitation des dividendes.

Quelques statistiques sont révélatrices des résultats obtenus : (1)

Indices des cours des valeurs (Base 100 en 1913) :

	Valeurs à revenu variable (300 valeurs)	Valeurs à revenu fixe (36 valeurs)
1939	229	83,9
Mai 1940	270	83,1
21 Mars 1941	532	98,5
29 Décembre 1941..	809	100,9
5 Juin 1942.....	1.080	98,7
24 Juillet 1942	1.061	99,5

Taux monétaires

(c'est-à-dire « revenus » ou « taux d'intérêts »)

	Valeurs à revenu fixe	Valeurs à revenu variable
1939	4,97	4,26
1940	—	—
1941 (Avril)	3,24	1 99
1941 (Décembre)	3,07	1,63
1942 (Mars)	3,19	1,23
1942 (Juin)	3,09	1,26

A première vue, lorsqu'on jette les yeux sur ces chiffres, il semble qu'au moins en matière de revenus, les résultats soient exactement conformes au but poursuivi : que désirait-on, en effet, sinon l'amenuisement progressif du rendement des valeurs à revenu variable, et au contraire la stabilité relative des intérêts des obligations ?

(1) Chiffres publiés par la statistique générale de la France.

Mais une étude plus sérieuse permet de constater que la réduction des revenus des actions est corrélatrice à l'augmentation de leurs cours, c'est-à-dire de leur prix : autrement dit, les revenus des actions n'ont pas diminué ils sont restés à peu près stables, mais ce sont les cours qui ont progressé.

Or, la politique boursière n'avait pas pour seul objectif la limitation des dividendes, mais également la stabilisation des cours ; sur ce dernier point, les statistiques démontrent que l'échec a été total.

Les actions, valeurs réelles, ont enregistré une forte hausse (presque 400 % en deux ans) ; elles immobilisent donc à elles seules une assez forte masse de capitaux dont une grande partie se serait trouvée sans emploi et prête en conséquence à s'investir en fonds d'Etat, si la hausse des valeurs à revenu variable ne s'était pas produite.

Cependant un fait récent, que les statistiques ne sont pas encore en état de décrire dans toute son éloquence, mérite d'être pris en considération : alors que jusqu'à la fin de 1941, les cours des actions ont été en hausse presque constante, au contraire depuis le début de 1942, ils sont restés stationnaires.

Ce renversement de tendance tient évidemment en partie à des motifs d'ordre psychologique assez irrationnels et à une certaine désaffection du public pour les actions, résultant des mesures sévères prises depuis deux ans dans ce domaine ; mais une explication logique peut également en être donnée : Les épargnants ont à choisir entre deux catégories principales de placements mobiliers : les titres à revenu fixe, qui soumettent leur propriétaire au risque monétaire, et les valeurs à revenu variable qui, dans une certaine mesure, échappent à ce risque ; il est donc normal qu'après une guerre, c'est-à-dire à une époque où le danger de dévalorisation de la

monnaie est plus menaçant que de coutume, les épargnants préfèrent, à égalité de revenu, les valeurs à revenu variable. Il est même naturel qu'ils fassent le sacrifice d'accepter un revenu moins important, avec, comme contre-partie de ce désavantage, la satisfaction de posséder une « valeur réelle ».... mais il est non moins naturel que cette tendance à sacrifier le revenu à la sécurité du capital ait une limite : cette limite a peut-être été atteinte aux alentours de la fin de l'année 1941 ; dès ce moment les valeurs à revenu variable ne fournissaient plus en moyenne qu'un revenu d'environ 1,60 %, et l'espoir de voir leur rendement augmenter à brève échéance était faible puisque les répartitions sont soumises jusqu'à la fin de la guerre à une stagnation forcée : il est fort possible que ce stade de l'évolution des cours, et de l'évolution consécutive du rendement des valeurs à revenu variable constitue, toutes choses restant en l'état, le point d'équilibre à peu près stable entre les avantages et inconvénients respectifs, aux yeux des épargnants, de ces valeurs d'une part, et des titres à revenu fixe d'autre part. (2)

Il va de soi qu'une transformation de la situation économique et monétaire actuelle remettrait immédiatement en cause ce quasi-équilibre, qui se maintient depuis le début de 1942.

Notamment si des craintes nouvelles et justifiées se faisaient jour quant à l'avenir du franc, il est probable que la hausse des actions reprendrait, malgré la stagnation forcée des dividendes : car l'inconvénient de voir le rendement des titres dimi-

(2) Pour certaines valeurs, une cause secondaire de l'arrêt de la hausse peut être trouvée dans les ventes, réalisées par l'administration des domaines, de titres appartenant à des Israélites.

nuer comparativement aux cours (c'est-à-dire, pour les acheteurs, au prix d'achat, donc au capital investi), deviendrait de plus en plus insignifiant et négligeable par rapport à l'avantage de mettre des fonds à l'abri de la dépréciation de la devise ; il y a là un phénomène analogue à la thésaurisation de l'or en période d'instabilité monétaire.

CHAPITRE III

LA SPÉCULATION DEPUIS 1940

Pendant la première période de la guerre, de Septembre 1939 à Juin 1940, le marché à terme continua de fonctionner, et la spéculation sur valeurs mobilières resta, en conséquence, ce qu'elle était auparavant.

Depuis l'armistice au contraire, le marché à terme n'a pas réapparu, et lorsque la Bourse de Paris a réouvert ses portes, en Octobre 1940, pour les titres à revenu fixe, puis en Mars 1941 pour les valeurs françaises à revenu variable, seul fut rétabli le marché au comptant.

La spéculation cependant n'était pas complètement désarmée : le marché au comptant permet en effet de réaliser des gains par différence de cours en combinant les achats et les ventes.

Mais en régime d'économie dirigée la spéculation, même sous cette forme, est considérée comme dangereuse, et le gouvernement décida en 1940 de la combattre ; la *taxe sur les plus-values boursières* vint grever les bénéfices spéculatifs d'une charge fiscale importante.

Quelle fut l'efficacité de cette taxe ?

Il est difficile de le savoir d'une façon précise ; il est certain que les achats et ventes de valeurs réalisés par des spéculateurs de façon habituelle ont été ralentis et raréfiés par l'institution de la taxe ; mais

celle-ci, comme il a déjà été indiqué dans un chapitre précédent, a présenté aussi pour le marché un inconvénient appréciable, en décourageant nombre de vendeurs à des moments où la tendance à la hausse rendait l'équilibre difficile à obtenir ; en effet, la taxe n'empêche jamais les achats de titres, qui constituent le premier stade d'une opération spéculative au comptant ; mais ils enrayent les ventes, qui en sont le deuxième stade, et qui représentent le « fait générateur » de la perception de la taxe.

Enfin, il faut tenir compte du fait que depuis 1940, une forme nouvelle de spéculation consiste à investir des fonds en titres, et à les laisser sous cette forme, sans aucunement essayer de les faire fructifier par de nouvelles opérations : il est bien évident que contre cette tendance, une taxe sur les différences de cours réalisées par achat suivi de revente est absolument inefficace ; c'est pourtant là, à l'heure actuelle, un procédé très répandu, et qui est en grande partie responsable du déséquilibre du marché boursier depuis 1940 : beaucoup d'ordres d'achats, venant d'épargnants ou de capitalistes qui voulaient mettre leurs disponibilités à l'abri de la baisse de valeur du franc, et qui désiraient profiter de la hausse constante des cours des actions ; peu d'ordres de vente en contre-partie : la taxe ne pouvait rien contre cette situation, qu'elle aggravait même en contribuant à réduire le nombre des ventes.

Cependant, depuis le début de 1942, nous avons constaté une stagnation des cours des actions, et même à plusieurs reprises des mouvements de baisse momentanés : les « dents de scie », habituelles à la Bourse, faisaient leur réapparition : nous avons étudié dans un chapitre précédent les causes possibles de ce revirement ; cherchons maintenant s'il s'est accompagné d'une reprise de l'activité spéculative.

Cela ne serait pas en effet impossible : l'arrêt de la hausse a peut-être été provoqué par les ventes de spéculateurs désireux de « prendre leur bénéfice » ; et la succession de hausses et de baisses, de faible « fréquence » il est vrai, pourrait cependant permettre à certains opérateurs de réaliser des bénéfices par différences de cours sur des montants importants, bravant la taxe sur les plus-values, qui, du reste, depuis sa réforme récente, ne prélève que moins de 20 % des gains acquis. (3)

Mais s'il en était ainsi, la nouvelle tendance des cours se serait accompagnée d'une recrudescence d'activité boursière, que révéleraient les statistiques publiées régulièrement par les journaux financiers.

Or aucun fait de ce genre ne s'est produit : le nombre des échanges est demeuré très réduit.

Il est donc permis de conclure que la spéculation (au sens de recherche de bénéfices par achats suivis de reventes), n'a plus actuellement, sur le marché parisien des valeurs mobilières, qu'une importance très faible et qui la rend peu dangereuse pour l'économie générale.

(3) En effet, le taux de 20 % n'est appliqué qu'à la plus-value résultant de la comparaison du prix de vente et du prix d'achat majoré de 5 %. (Voir plus haut le chapitre consacré à la taxe sur les plus-values boursières.)

PERSPECTIVES D'AVENIR DES BOURSES FRANÇAISES DE VALEURS

L'avenir des Bourses de valeurs dépend évidemment du régime économique que la France adoptera définitivement après la guerre.

Si l'on en revient à l'économie libérale, il sera nécessaire que les Bourses jouent à nouveau le rôle important de Soutien du marché des Capitaux qui fut le leur jusqu'à ces dernières années : le marché à terme et les négociations de valeurs étrangères seront alors rétablis, sans nul doute.

Toutefois il est probable que, même dans ce cas, certaines des réformes qui ont vu le jour depuis 1940 survivront, étant donné leur caractère d'intérêt général et permanent : telle l'institution des virements de titres au porteur (Caisse centrale des Dépôts et Virements de Titres) ; il serait même possible de concevoir le maintien, en régime libéral, de certains moyens de police du marché, comme par exemple la variabilité du taux de l'impôt sur les opérations de Bourse par arrêté ministériel : il y a là en effet un procédé de lutte contre la tendance de tous les marchés boursiers à s'engager exagérément dans le sens de la hausse ou dans celui de la baisse, et la liberté, dans ce domaine comme dans les autres, peut parfaitement s'accommoder d'un minimum de contrôle et de réglementation destiné à la sauvegarde de l'intérêt collectif.

Si au contraire le régime actuel d'économie di-

rigée subsiste après la guerre, dans quelle mesure les Bourses de valeurs pourront-elles reprendre leur rôle et leur activité d'avant 1939 ?

Autrement dit, les contraintes actuellement imposées aux Bourses françaises de valeurs sont-elles liées à l'état de guerre et aux circonstances de fait qui en découlent actuellement, notamment l'instabilité monétaire, et pourront-elles en conséquence être levées une fois la Paix revenue, même si l'économie générale du pays reste soumise à la direction étatique ? Ou au contraire, *la technique même de l'économie dirigée nécessite-t-elle absolument la mise au ralenti de l'activité boursière*, même en temps de paix ?

La réponse à cette question devient aisée pour qui acquiert, avant de songer à l'avenir, une vue précise des faits du présent, et de leurs causes.

En effet, la politique boursière suivie depuis 1940 est-elle bien, comme beaucoup le pensent, une pièce du régime dirigiste qui s'élabore en France ?

Les rameaux principaux de l'économie dirigée peuvent être groupés en deux branches-mères :

1° Direction de la production et de la répartition ;

2° Contrôles divers des échanges et limitation des revenus :

— Contrôle des prix ;

— Contrôle des changes ;

— Contrôle des salaires ;

— Contrôle et limitation des revenus des capitaux mobiliers et immobiliers ;

— Contrôle et limitation des revenus industriels et commerciaux ;

— Rationnement des denrées et produits.

C'est cette deuxième partie du programme dirigiste (contrôle des échanges et des revenus) qui implique surveillance de la Bourse et limitation de l'activité, souvent spéculative, qui y régnait autrefois.

Mais ces contrôles divers font-ils nécessairement partie de tout régime d'économie dirigée ? Voilà qui n'est pas démontré.

Jusqu'à présent, l'économie dirigée n'a été appliquée que dans des pays où la préparation, quand ce n'était pas la conduite même, de la guerre, engendrait deux circonstances économiques anormales : tout d'abord, le manque des matières et des produits destinés à la consommation, autrement dit la « disette » (explicable par le fait que tout l'appareil productif était axé vers les besoins militaires) ; en second lieu, la croissance démesurée des dépenses publiques : l'ensemble de ces deux circonstances crée le danger de dépréciation de la devise, qui ne peut être évité que par l'isolement monétaire (contrôle des changes), la surveillance des échanges intérieurs (contrôle des prix) et même la surveillance des « possibilités d'échange », autrement dit des revenus des particuliers (contrôle des salaires, des dividendes, des bénéfices industriels, etc...). Par ailleurs, le risque d'inflation est écarté en partie par la pratique de la « politique du circuit ».

Mais tous ces phénomènes proprement financiers sont le résultat des circonstances économiques créées par la guerre et les nécessités de son financement.

Ils disparaîtront lorsque leur cause, la guerre, aura elle-même cessé d'exister.

Le dirigisme, au sens approximatif de : « production orientée, répartition dirigée », n'en pourra pas moins subsister ; mais dans une économie d'a-

bondance, et d'où seront exclues les préoccupations monétaires, cette « direction » pourra restituer peu à peu aux échanges leur liberté (à mesure que l'offre « dirigée » tendra à satisfaire la demande). De même la limitation des revenus des particuliers pourra peu à peu devenir moins stricte, puisque ces revenus trouveront à nouveau des emplois de consommation.

Dans le domaine des valeurs mobilières et de leurs échanges en Bourse, l'évolution pourra être parallèle.

Nous concluons que le fonctionnement normal des Bourses de valeurs, y compris les marchés à terme et la spéculation, n'est pas absolument incompatible avec tout régime d'économie dirigée, mais seulement avec les régimes dans lesquels existe un danger de dépréciation monétaire.

Il est donc parfaitement possible qu'après la guerre subsiste une direction autoritaire de l'économie (production et répartition) et que ce dirigisme de temps de paix s'accommode d'une renaissance des Bourses de valeurs mobilières.

Cette renaissance sera d'ailleurs éminemment désirable à une époque où la réparation des ruines amoncelées par la guerre rendra indispensable le développement accéléré de l'activité économique, dont la prospérité des marchés financiers est une des conditions essentielles.

Vu : *Le Doyen*,
G. RIPERT.

Vu : *Le Président*,
NOYELLE.

Vu et permis d'imprimer :
Le Recteur de l'Académie de Paris,
Gilbert GIDEL.

BIBLIOGRAPHIE

- BARBIER (Jean). — « L'activité du Comité permanent des Banques depuis son organisation ». Revue « Droit Social », Mai 1942.
- HAMEL (Joseph). — « La limitation des dividendes et des tantièmes ». Brochure de l'A.N.S.A. (1941).
- LAUFENBURGER. — « Précis de législation financière ». T. II : « Dette publique, richesse privée ».
- « Le commerce et l'organisation des marchés » (Sirey 1942).
- LHOMME. — « Le taux de l'intérêt et l'évolution économique » Paris, Sirey, 1938).
- Cours 1941-1942.
- MARCHAL (Jean). — « Les grands marchés financiers » (Paris, Sirey, 1938).
- « La taxation des plus-values mobilières » (Droit Social, 1941, N° 2).
- NOYELLE. — « Utopie libérale, chimère socialiste, économie dirigée ». (Sirey, 1934).
- « Les divers modes d'économie dirigée » (Mélanges Truchy, 1938).
- RIST. — « Essai sur quelques problèmes économiques et monétaires » (Paris, Sirey, 1933).
- SAINT-GERMÈS. — « Banque et Bourse ». Librairie générale de Droit, 1942.

TABLE DES MATIÈRES

INTRODUCTION. — LES BOURSES DE VALEURS DANS L'ÉCONOMIE	5
A. — <i>Rôle des Bourses de valeurs</i>	7
B. — <i>Caractéristiques des Bourses de valeurs</i>	8

HISTORIQUE. — LES INTERVENTIONS DE L'ÉTAT DANS LE DOMAINE DES BOURSES DE VALEURS DEPUIS 1936	17
--	----

PREMIÈRE PARTIE. — CAUSES DE LA DIRECTION DE L'ÉTAT DANS LE DOMAINE DES BOURSES DE VALEURS..	25
--	----

CHAPITRE PREMIER. — <i>Le principe de base de la direction du marché boursier par l'Etat</i>	27
--	----

CHAPITRE II. — <i>La direction du marché des titres à revenu fixe</i>	35
---	----

CHAPITRE III. — <i>La direction du marché des titres à revenu variable</i>	41
--	----

DEUXIEME PARTIE. — LES MESURES DE « DIRIGISME »	
BOURSIER PRISES DEPUIS 1940	47
CHAPITRE PREMIER. — <i>Organisation nouvelle des Bourses de valeurs</i> (loi du 14 Février 1942)	49
CHAPITRE II. — <i>Conditions nouvelles de fonctionnement de la Bourse de Paris</i>	57
§ 1. — Fermeture de la Bourse au public....	57
§ 2. — Suppression du marché à terme.....	60
§ 3. — Interdiction aux intermédiaires de faire crédit aux donneurs d'ordres	61
CHAPITRE III. — <i>Contrôle des cours</i>	63
CHAPITRE IV. — <i>Mesures fiscales ayant pour but de régulariser le marché boursier</i>	71
§ 1. — La taxe exceptionnelle sur la plus-value des valeurs mobilières	72
§ 2. — Taux de l'impôt de Bourse. Possibilité de modifier ce taux par simple arrêté ministériel	77
CHAPITRE V. — <i>La limitation des dividendes</i>	81
Le prélèvement temporaire sur les excédents de bénéfices	81
CHAPITRE VI. — <i>Obligation de nominativité ou de dépôt chez un intermédiaire des actions de Sociétés</i>	85
Obligation d'enregistrement des cessions directes de valeurs cotées	85

TROISIÈME PARTIE. — RÉSULTATS DE LA « DIRECTION ÉTATIQUE » DE LA BOURSE	91
CHAPITRE PREMIER. — <i>La hausse des titres d'Etat enregistrée depuis le début de la guerre.....</i>	93
CHAPITRE II. — <i>De l'évolution des cours et du ren- dement des titres de sociétés privées depuis le dé- but de la guerre</i>	97
CHAPITRE III. — <i>La spéculation depuis 1940.....</i>	103
PERSPECTIVES D'AVENIR DES BOURSES FRANÇAIS- SES DE VALEURS	107
BIBLIOGRAPHIE	111
